

中国金融四十人论坛书系
CHINA FINANCE 40 FORUM BOOKS

汇率的博弈

人民币与大国崛起

管涛
马昀 夏座蓉 等著

描绘人民币清洁浮动的时间表与路线图
沙盘推演各种汇率选择的利与弊

透过人民币汇率看如何实现大国崛起

中国人民银行行长助理
张晓慧 作序

北京大学国家发展研究院副院长
黄益平

中国国际金融股份有限公司董事总经理
黄海洲 共同推荐

中信出版集团

版权信息

书名:汇率的博弈：人民币与大国崛起

作者:管涛,马昀,夏座蓉 等

ISBN:9787508681979

中信出版集团制作发行



中国金融四十人论坛书系

CHINA FINANCE 40 FORUM BOOKS

“中国金融四十人论坛书系”专注于宏观经济和金融领域，着力金融政策研究，力图引领金融理念突破与创新，打造高端、权威、兼具学术品质与政策价值的智库书系品牌。

中国金融四十人论坛是中国最具影响力的非官方、非营利性金融专业智库平台，专注于经济金融领域的政策研究与交流。论坛正式成员由40位40岁上下的金融精锐组成，即“40×40俱乐部”。论坛致力于以前瞻视野和探索精神，夯实中国金融学术基础，研究金融领域前沿课题，推动中国金融业改革与发展。

自2009年以来，“中国金融四十人论坛书系”已出版60余本专著、文集。凭借深入、严谨、前沿的研究成果，该书系已经在金融业内积累了良好口碑，并形成了广泛的影响力。

序言
破题人民币汇率走向清洁浮动

《汇率的博弈》一书的作者管涛，是我多年的同事和朋友，他长期从事外汇管理政策的研究和制定，在人民币汇率和国际收支领域有着很深的造诣。他在2015年离开政府部门加入中国金融四十人论坛（CF40），成为CF40智库的专职高级研究员。虽然工作岗位变了，但我知道他醉心于政策研究、报效国家的情怀并没有变。中国的宏观经济、货币政策尤其是汇率政策仍然是他的主要研究方向。这次他出版的新作《汇率的博弈》，对我国经济体量和国际影响进行了新的评估定位，明确提出了大型开放经济体在汇率政策选择上必须充分考虑国情，只有优先考虑货币政策的独立性，方可牢牢把握汇率选择的主动权；全面梳理阐述了我国汇率制度的历史演进和当下的资本流动形势，指出现在重新思考人民币汇率政策正当其时，不要浪费了汇率稳定为改革争取和创造的调整时间；客观分析了汇率制度选择“角点解”和“中间解”的利弊，强调汇率选择并无一劳永逸的最优解，因为没有一种汇率制度适合所有国家以及一个国家的所有时期，成功的汇率转型不仅需要谋定而后动，更需要“功夫在诗外”的全方位努力，并由此对汇率改革需要配套的相关措施提出了中肯建议。毋庸讳言，这是一部颇见学术功力又极具现实意义的著作。作者在书中讨论了很多发人深省的问题，虽不能一一跟进，但我也想借此机会谈点个人看法。

的确，作为正在崛起的发展中大国，一个更加灵活和更富弹性的汇率更有利于保持货币政策的独立性，也更有利于在资本项目可兑换和人民币国际化方面采取更为进取的策略。因此，从有管理浮动逐步转向清洁浮动应是我国较为现实可行、也是大势所趋的汇率选择。从

国际上看，目前仍然将法定货币盯住其他单一货币或一篮子货币的主要为小型开放经济体（如中国香港和新加坡），它们将稳定汇率作为货币政策重要目标，主动放弃政策独立性，但主要发达经济体绝大多数采用自由浮动汇率制度，汇率水平由外汇市场供求决定；在金砖国家中，俄罗斯、巴西、印度和南非也都实行“浮动类”汇率制度。而我国现阶段因受多种因素影响，一方面金融市场深化程度不足，国际金融一体化程度不足，另一方面金融市场化改革尚未到位，经济体制不完善，对外贸易投资发展仍需要提供稳定的汇率锚作支撑，故人民币汇率仍参考一篮子货币，汇率浮动也仍进行一定管理。这固然有助于减轻汇率超调对实体经济的冲击，但汇率双向浮动作为宏观经济“自动稳定器”的作用显然发挥不畅，一定程度上制约了货币政策自主性。

梳理2014年以来我国资本跨境流动的变化不难发现，资本流出压力在近两年多之所以有所增加，一定程度上也与汇率灵活性不够、市场主体对经济和资产保值的信心不足有关。从长期看，人民币汇率主要取决于经济基本面，我国经济是健康的，人民币汇率并不存在持续贬值的基础。但由于当前人民币汇率并未趋向均衡，因而不可避免地面临资本管制和维护市场信心的双重挑战。从影响市场预期的其他几大因素来看，投机力量显然更关注中国经济的阶段性下行压力，从而借机炒作人民币汇率贬值预期；涉及实业投资的企业海外投资也在一定程度上加大了资本流出的压力；主要经济体货币政策的大放大收更是导致国际资本跨境大幅流动。不一致或混乱的市场预期加剧了人民币汇率的波动，也使我们不得不面临两种选择：要么继续通过干预和管制来稳定汇率，要么允许市场反映供求的变化。从人民币汇率改革的方向看，无疑应当是逐步退出常态式干预，走出浮动难的困境，形成以市场供求为基础、双向波动、有弹性的汇率运行机制，逐步过渡到清洁浮动，使人民币汇率政策主要承担起提高货币政策自主性、发挥国际收支自动调节机制的作用。何况随着我国进出口规模不断增加，以及海内外资金往来越来越频繁，经常项目和资本项目之间很难严格区分，资本项目管制的效果不断递减，难度有所上升。资本管制

不仅无法有效解决汇率失衡的问题，还容易授人以柄，如美国就不时指责我国操纵人民币汇率，威胁对我国征收高额关税等惩罚性措施，并将之与贸易、国企改革、产能过剩等问题挂钩。此外，汇率市场化程度不高，管制减少的程度不够，金融市场开放程度自然也难以提高，导致我国目前仍处在市场开放和发展的起步阶段，无法更好地发挥汇率自动平衡国际收支的稳定器作用，来缓解资本流动压力，平衡跨境资本流动。

当前我国经济发展进入新常态，比较优势正在发生动态转移，企业“走出去”步伐加快，对金融支持体系的深度和广度提出了更高要求，继续坚定不移地推进人民币汇率形成机制市场化改革已是大势所趋。一方面要逐步减少外汇市场干预，增强人民币汇率弹性，提高对人民币汇率波动的容忍度，允许市场汇率在浮动区间内双向波动，以更加充分地反映市场供求和国际汇市变化，让市场在汇率形成机制中发挥更大作用；另一方面，要充分利用人民币加入特别提款权货币篮子的有利时机，夯实人民币储备货币地位，提高人民币“可自由使用”程度。不断完善与储备货币发行国地位相适应的宏观政策框架，提高宏观调控能力，使之更加市场化、更加灵活、政策透明度更高、政策沟通更有效，巩固国际社会对人民币的信心，降低由信心引发资本外流的概率。

最后我想说的是，如作者所言，实现人民币汇率清洁浮动是我国汇率形成机制改革的既定方向，但究竟如何平稳有序地从有管理浮动的此岸走向自由浮动的彼岸，是一篇亟待破题的大文章。从这个意义上说，本书是一次极好的尝试。衷心希望看到更多的后来者。

张晓慧

中国人民银行行长助理

于2017年8月8日

前言
后“8·11”时代的大国汇率选择

1994年汇率并轨以来，我国确立了以市场供求为基础的、有管理的浮动汇率制度。此后，按照主动、渐进、可控的原则不断完善人民币汇率形成机制。应该说，过去二十多年的汇率机制改革总体来说是成功的，央行积累了丰富的调控经验，并形成了良好的市场声誉，人民币汇率形成的市场化程度逐步提高。2015年“8·11”汇改，优化人民币汇率中间价报价机制，这是人民币汇率市场化改革的关键一步。但由于内外部经济环境不利、境内外市场情绪波动幅度较大，汇率市场化改革目标暂时让位于汇率稳定。当然，这绝不意味着改革的目标发生了改变，人民币汇率清洁浮动仍然是我国汇率形成机制改革的既定方向。只是如何平稳有序地从有管理浮动的此岸走向自由浮动的彼岸，亟待破题。

2015年9月，中国金融四十人论坛学术委员会批准了由我牵头负责的“后“8·11”时代的大国汇率选择”课题研究计划。近两年来，研究汇率尤其是人民币汇率问题的文献汗牛充栋。如何使我们的研究既有学术理论价值，经得起历史的检验，又有现实可操作性，具有政策参考价值，是我领衔这项研究面临的最大挑战。作为课题组牵头人，我见证了这项研究如何从一个概念逐渐变为现实，数易其稿，其中的曲折与反复让我们越挫越勇。摆在读者面前的是我们对“8·11”汇改后人民币汇率形成机制改革的思考。就如同是初为父母的心情，我们迫切期盼着读者能与我们分享如下研究心得。

（一）汇率是当前中国最为重要的金融安排

这一点无论如何强调都不为过。尽管任何汇率选择（包括汇率制度和汇率政策）都有利有弊，没有一种汇率选择适合所有国家或者一个国家的任何时期。但是，长期以来，经济学理论告诉我们，对于大国而言，货币政策独立性是理所当然的优先目标，汇率制度选择都必须围绕这个战略进行安排。对于中国这样高度开放的大国经济体，即使我国拥有3万多亿美元的外汇储备，拥有经常项目顺差等较为良好的经济基本面，但我们同样也承受不起汇率制度选择的错误。在经历了1998—2000年亚洲金融危机冲击后，我国再次到了汇率制度选择的时候。

（二）汇率选择没有一劳永逸的最优解

经济学的基本规律就是“两害相权取其轻，两利相权取其重”。汇率选择也不例外。从理论上看，固定汇率制度和浮动汇率制度各有优劣，关键是要综合考虑经济规模、发展状况、内外环境和政策目标等因素。同时，汇率选择虽然重要，但不能替代结构性改革和调整。单寄希望于调整汇率制度来改善经济是不现实的，在经济本身的问题没有得到解决的情况下，未必会有提振经济的效果。积极调整经济结构、处理经济本身存在的种种问题才是根本办法。当然，如果在改革的同时能够选择适宜的汇率安排，则可让经济在未来轻装上阵，起到锦上添花的效果。

（三）汇率选择必须充分考虑中国国情

从一般的经济和金融发展规律来看，大国倾向于选择浮动汇率制度和灵活的汇率政策。但是，中国的国情决定了中国汇率选择的复杂性。一方面，中国是正在崛起的经济大国，而大国政策选择要优先考虑货币政策的独立性，要在资本项目可兑换和货币国际化方面采取更为进取的策略，这就意味着，选择清洁浮动乃至自由浮动应该是我国汇率选择的必然结果。另一方面，目前我国本质上还是发展中国家、转型经济体——金融市场深化程度不足，国际金融一体化程度不足，尤其是金融市场化改革尚未到位，经济机制也不完善，强调既要发挥市场决定性作用，又要更好发挥政府的作用，对外贸易投资发展需要提供稳定的汇率锚作支撑，对汇率浮动进行一定管理，有助于减轻汇率超调对实体经济的冲击，降低经济改革和挑战不确定性的风险。

（四）现在是重新思考人民币汇率政策的时候

有管理浮动是人民币汇率的现实选择。前期，它避免了人民币汇率的过快升值，为稳定国内企业出口竞争力，进而稳定经济增长、增加社会就业创造了条件。但有管理浮动具有其内在的不稳定性，在浮动与稳定之间的徘徊，无法向市场提供明确的政策方向。在当前市场存在贬值预期的环境下，有管理的浮动汇率制度无法提供强有力的汇率政策可信度，容易加剧汇率贬值预期的自我强化与实现。人民币汇率制度最终走向自由浮动或者清洁浮动是大势所趋，但从有管理浮动的此岸到自由浮动的彼岸，有很多条路径，并不存在唯一的最优解。而无论采取哪种汇率选择方案，都很可能是一个政治决断。无论选择哪种汇率安排，关键不是评估它会带来哪些好处，而是要防止低估它可能引发的风险。要事前沙盘推演各种实施方案可能会面临的问题，在情景分析和压力测试的基础上做好应对预案，从最坏处打算，争取最好的结果。为提高人民币汇率市场化改革承诺的公信力，可择机对外宣布一个走向汇率清洁浮动的时间表和路线图，如2020年以前，先

实行不事先宣布浮动区间的有管理浮动，即把汇率中间价真正变成市场可交易的定盘汇率（fixing price）并取消浮动区间，然后再到自由浮动。

（五）成功的汇率转型更在汇率改革之外

汇率浮动并不会自然带来货币政策的独立性。为了充分享受汇率浮动带来的好处，需要加快货币政策转型，按照对内平衡优先的原则确立货币政策目标，在此基础上建立市场化的利率形成机制、调控机制和传导机制，并进一步严肃货币纪律。同时，在现阶段，跨境资本流动管理是出清外汇市场的重要手段。即使未来汇率自由浮动以后，为解决资本自由流动状况下的"二元悖论"难题，资本流动管理也是不可或缺的。可借机建立一套跨境资本流动管理的宏观审慎安排，以便更好地在进一步扩大开放过程中维护国家金融安全。当然，任何汇率制度改革或跨境资本流动管理措施，都不能替代经济结构调整和改革，而只是为经济基本面的改善争取时间。此外，还要加快包括外汇市场在内的金融市场建设，既有深度又有广度的金融市场是抵御跨境资本流动冲击、维护汇率平稳运行的首道防线。落实上述汇率改革的前提条件或者配套措施，一方面，可以提高汇率制度成功转型的概率，降低改革的风险，另一方面，"磨刀不误砍柴工"，很多工作即使没有汇率改革也是要做的。

以上是我们课题研究的一些初步结论。这不仅是我们这个课题组的研究成果，同时也凝聚了所有专家和评委的批评和指正。在此，我们要向张晓慧、朱隽、黄益平、隆国强、黄海洲、梁红、孙明春、鲁政委、缪延亮、崔历、赵众等评委和专家对课题研究提供的宝贵意见和建议表示感谢。特别要感谢张晓慧行助，她不仅百忙之中亲自参加报告的中期评审，给报告提出了许多中肯的、权威的意见和建议，还

欣然应允，拨冗为本书作序。作为中国金融、外汇体制改革的亲历者，她的序一字千金，定然会给本书增色不少。

同时，本书的出版还得到了中信出版集团的帮助和支持，在此一并表示感谢。特别要感谢乔卫兵先生，在他的支持和鼓励下，我得以完成我的人民币汇率三部曲。前两部《中国先机：全球经济再平衡的视角》（中国经济出版社2010年出版）和《汇率的本质》（中信出版集团2016年出版》也都是乔卫兵先生一力促成的，我们的合作亲密无间，我个人也受益良多。

最后，还要感谢中国金融四十人论坛的其他同事。除张斌和谢月兰直接参加了本课题研究外，王海明、马冬冬、宋晓佺、廉薇、陈蓓等其他同事也给本课题的研究工作提供了许多后勤支持，使得我们能够专注于研究工作。如果没有论坛作为坚强后盾，我不可能在短短两年时间内就有第三个课题、第四本专著问世。

本书由我负责总纂，具体各章内容：第一章由谭凇（东兴证券股份有限公司）负责撰写；第二章由宋雪涛（天风证券股份有限公司）负责撰写；第三章由管涛、夏座蓉（中国外汇交易中心北京备份中心）、张斌（中国金融四十人论坛）负责撰写；第四章由管涛、张斌、马昀（国家外汇管理局综合司）负责撰写；第五章由管涛、谢月兰（中国金融四十人论坛）、马昀、夏座蓉、宋雪涛负责撰写；第六章由管涛、马昀负责撰写；附录一由张斌负责撰写；附录二由夏座蓉负责撰写。彭波和刘陈杰先生前期参加了报告的讨论和写作，对于本书付梓也有重要贡献，在此表示感谢。中国金融交易期货交易所资助了“跨境资本流动新常态与境内外汇市场建设”课题，本书吸收了部分研究成果，在此致谢。此外，还要感谢韩会师和谢峰先生，本书也收录了我与他们的合作研究成果。本书仅代表个人学术观点，不代表所在机构和单位的意见，文中如有错误和遗漏皆由课题组承担。有必要指出的是，考虑到时效性要求，本书有些阶段性的研究成果已经对外

发表或者披露，但为了保持研究的完整性和系统性，仍然收录在本书中。

汇率是政府和市场博弈的舞台。作为金融研究的智库，我们既不是市场参与者，也不是政策的决策者，我们有更大的自由度跳出现有的条条框框从事政策研究，以旁观者的身份说出最真实的想法。不论对错，希望您能感受到这份真诚。

管涛

2017年6月30日

第一章
人民币汇率选择研究的大国经济视角

2015年“8·11”汇改政策调整后，人民币汇率形成机制改革再次走向风口浪尖。关于下一步人民币汇改方向，众说纷纭、莫衷一是。其中，很多讨论大都是简单地将国际经验照搬至中国，而忽略了中国是一个正在成长和崛起的开放型经济大国。中国一向强调要同时发挥市场和政府“两只手”的作用，所以，这就意味着中国的汇率制度选择和政策操作，既要借鉴国际经验，更要立足于中国国情。从大国（开放）经济入手研究中国的汇率选择，正是本书研究的着眼点之一。

第一节
大国经济的内涵

一、大国概念的源起

“大国”概念首先由美国统计学家和经济学家西蒙·库兹涅茨（1999）在1971年出版的《各国的经济增长》一书中提出。为了分析不同国家的人均产值水平，他以人口数量为标准，将1000万以上的国家称为“大国”，1000万之下的国家称为“小国”。这一概念完全是统计分类，并没有明确的经济内涵。

后来，国内外学者根据自身的研究目的，对大国概念进行了不同的界定。如钱纳里等（1989）在《发展的格局：1950—1970》一书中将人口2000万以上的国家称为“大国”，1989年又把标准提高到5000万。我国学者张培刚（1992）提出的大国标准是人口众多、幅员辽阔、资源丰富等。张李节（2007）将国土面积超过100万平方公里、人口超过1个亿的国家称为“大国”；也有学者认为大国是指地域辽阔、资源丰富、人口众多、国内市场巨大、工业部门体系齐全、总经济规模较大的国家。

需要指出的是，本文所指的大国是基于经济含义，尽管经济与政治密不可分，经济大国通常也具有更强的政治影响力，在全球治理中发挥更大的作用。

二、大国经济的含义

从有关学者的研究来看，尽管大家的标准不同，一国之所以能被称为“大国”，意味着其实力或者说规模足够庞大，因此，大国经济往往具有定价权和溢出效应，抗风险能力、应对外部冲击的能力相对较高，回旋余地也较大。胡鞍钢（1998）、张李节（2007）等都强调了大国优势对经济持续稳定增长的重要作用。

综合国内外相关研究，大国经济应具备以下特征：

一是具有发达的实体经济，在全球占据较大份额。大国的供给或需求将会影响国际市场的价格走势，进而影响全球的生产和消费，即大国不是价格接受者（price taker），而是或者至少部分是价格决定者（price maker）。

二是经济政策变化将会对全球经济产生重要影响。同时，其政策引起的全球经济的变化反过来又会对该国产生影响，即存在溢出效应和反馈效应。

三是具有较强的应对外部冲击的能力，宏观政策在内需方面发挥作用的空间较大。

四是在国际规则的制定过程中能够发挥主导作用，在国际经济秩序和全球治理中扮演着重要角色。

第二节
中国正在迈向大型开放经济体

对照第一节所提出的标准，从以下情形看，中国无疑正在崛起成为一个新兴的世界经济大国，而且是一个大型的开放经济体。

一、经济总量全球领先

（一）经济持续较快增长

新中国成立初期，我国与印度人均GDP（国内生产总值）水平相差无几，都属于低收入国家，工业基础一穷二白，处于同一起跑线上。即使在改革开放初期，我国人均GDP仍远低于广大发展中国家。经过60多年，尤其是经过改革开放以来近40年的快速发展，我国已跻身于中等偏上收入国家的行列，展现出强大的复兴潜力和优势（见图1.1）。国际货币基金组织指出，按购买力平价计算，2014年中国经济GDP规模已超过美国，居世界第一位，中国已经成为无可争议的经济大国（见图1.2）（IMF，2014a）。

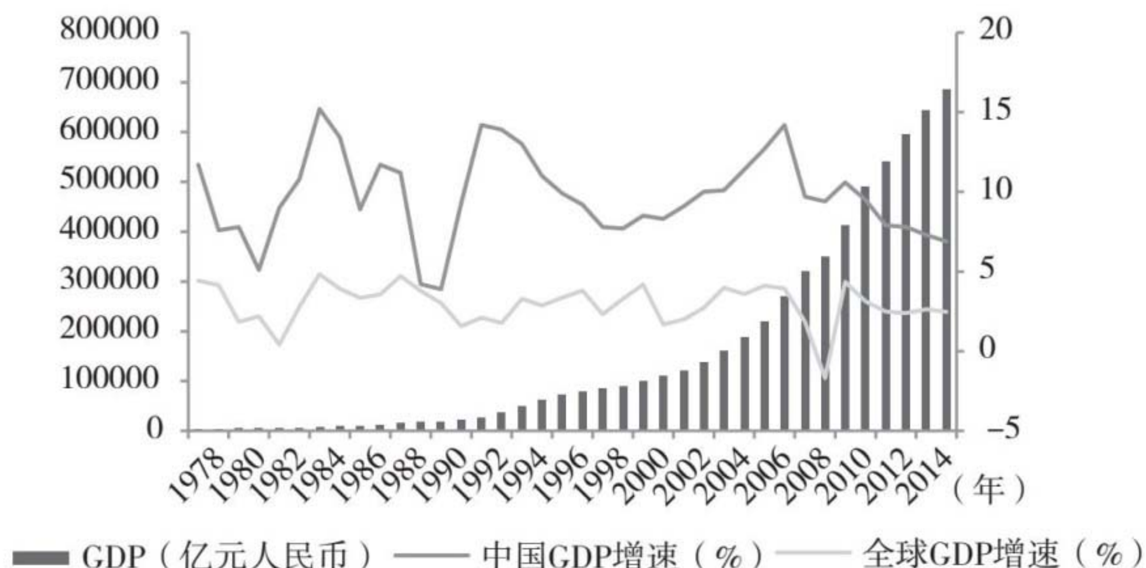


图1.1 1978—2015年中国与全球GDP增长

资料来源：世界银行。

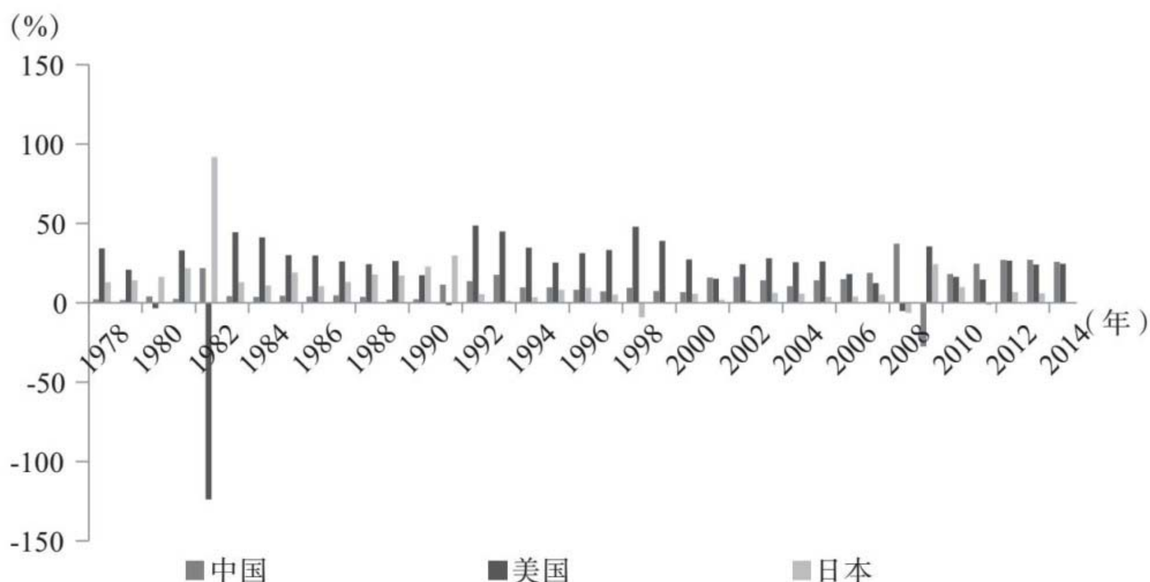


图1.2 1978—2015年中、美、日对世界经济增长贡献率变化

资料来源：世界银行。

（二）制造业实力不断增强

“一五”期间，我国156个重大项目基本完成，在此基础上，我国逐步建立了较为完备的工业体系。改革开放以后，我国大量引进吸收发达国家的技术和设备，工业生产能力持续增强，制造业发展突飞猛

进，“中国制造”享誉全球。传统制造领域如冶金工业、机械工业、食品工业、纺织工业、电子工业等方面发展较为成熟，已经具备了较强的国际竞争力，我国已经由一个最初只能制造初级工业产品的国家发展成为世界制造业大国。如前所述，根据国际货币基金组织（以下简称IMF）购买力平价国际元衡量，2014年中国GDP规模首次超过美国，而从制造业来看，2010年中国占世界制造业产出的19.8%，略高于美国19.4%的比重，以微弱优势超越美国成为世界头号生产大国（毛中根等，2011）。

（三）消费结构不断升级

“十二五”时期以来，我国致力于转变经济发展方式，削减过剩产能，产业结构不断优化。产业结构升级既是消费结构升级的动力，也是消费结构优化的结果。近年来，在外需走弱、内需工业投资表现疲软的背景下，以文体娱乐、旅游休闲等为代表的新兴消费逐渐成中流砥柱。同时，消费方式也在发生重大变化，在IT（信息技术）的推动下，网络购物蓬勃发展，我国已成为全球最大的，也是增长速度最快的移动支付市场。新兴消费的快速增长以及由此带来的消费升级，在我国经济转型和产业结构调整中发挥了积极作用，一定程度上提高了我国应对经济增长下行风险的能力。亚洲金融危机后，我国GDP增速放缓至7%左右，但是近年来社会消费增长的速度高于亚洲金融危机时期的增长速度，就业压力也明显小于后者，除了人口因素，近年来大众消费尤其是新兴消费的崛起是稳消费进而稳增长的重要动力。

二、对外贸易和投融资位居世界前列

（一）全球贸易市场份额快速提升

改革开放后，在出口型经济导向下，我国对外贸易迅速发展，进出口总额快速增长，在全球贸易中的地位也迅速提升，从全球第七发展到目前的出口第一、进口第二，在全球贸易体系中的影响力大幅度提升，占全球市场的份额快速上升（见图1.3）。

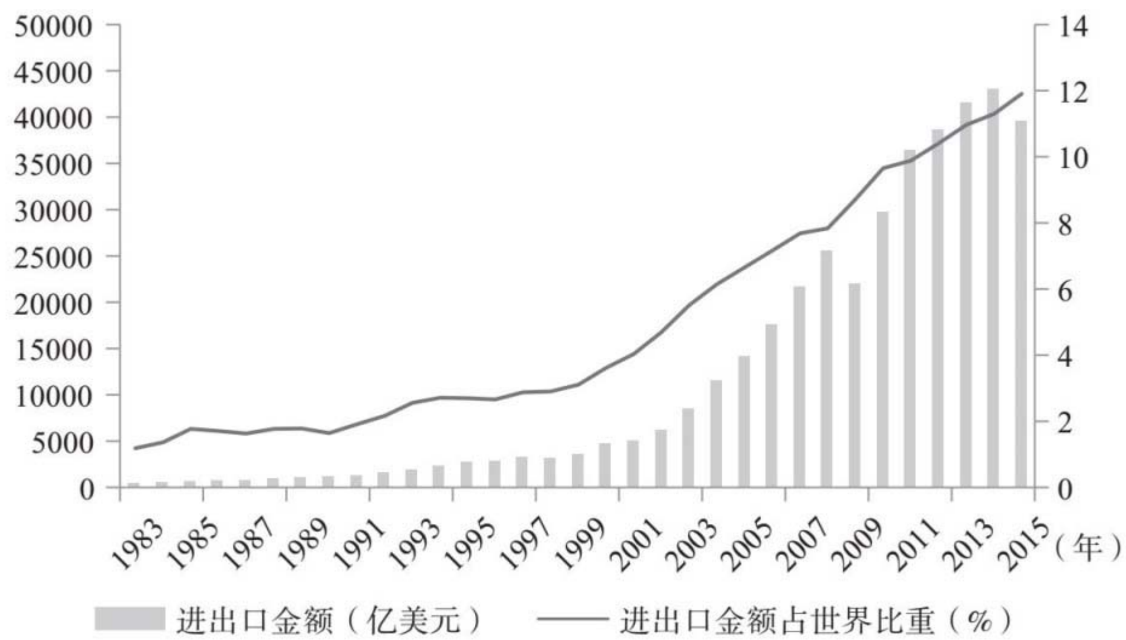


图1.3 1983—2015年中国商品进出口总额及其全球占比

资料来源：中国国家统计局，联合国贸易发展委员会。

近年来，逆全球化势力呈抬头趋势，世界贸易增速明显减缓。在此背景下，我国积极推动双边自由贸易协定和多边自由贸易区的发展，以减少贸易障碍，拓宽贸易渠道和范围，寻求新的贸易增长点，这有助于加强地区经济交流，推动地区经济融合。同时，自2013年8月22日上海设立我国第一个自由贸易区以来，国内的自贸区建设也在试点摸索中逐渐走向成熟。

此外，服务贸易已经成为我国对外贸易发展和对外开放深化的新引擎，成为推动供给侧结构性改革、促进经济转型升级的新动能。2016年，我国服务贸易进出口总额达6610亿美元，相当于货物贸易总额的19%，较2015年提高了1个百分点。我国已成为世界第二大服务进口国和第三大服务出口国。

（二）既是利用外资大国也是对外资本输出大国

改革开放初期，吸引外资是我国重点经济战略之一，吸引了大量外商和港澳台商来中国大陆投资，使我国在经济、技术、管理上都取得了长足的进步和高速发展，利用外资连续24年位居发展中国家首位。联合国贸易发展会议（2017）最新发布的《世界投资报告2016》显示，中国外商直接投资的行业和区域结构继续优化，质量也有所提高，中国仍是最具吸引力的投资目的地之一。

随着我国经济实力的不断增强，本土企业的竞争力也在持续提高，“走出去”是一种必然选择，也是我国对外开放提高到一个新水平的重要标志。在“走出去”战略指导下，对外投资迅猛发展。2016年，我国非金融类对外直接投资为1702亿美元，同比增长44.1%，成为世界第二大对外直接投资输出国；对外投资存量已经超过1.3万亿美元，在我国对外金融资产中的占比为20.4%，对外直接投资存量位居世界第八位（见图1.4）。

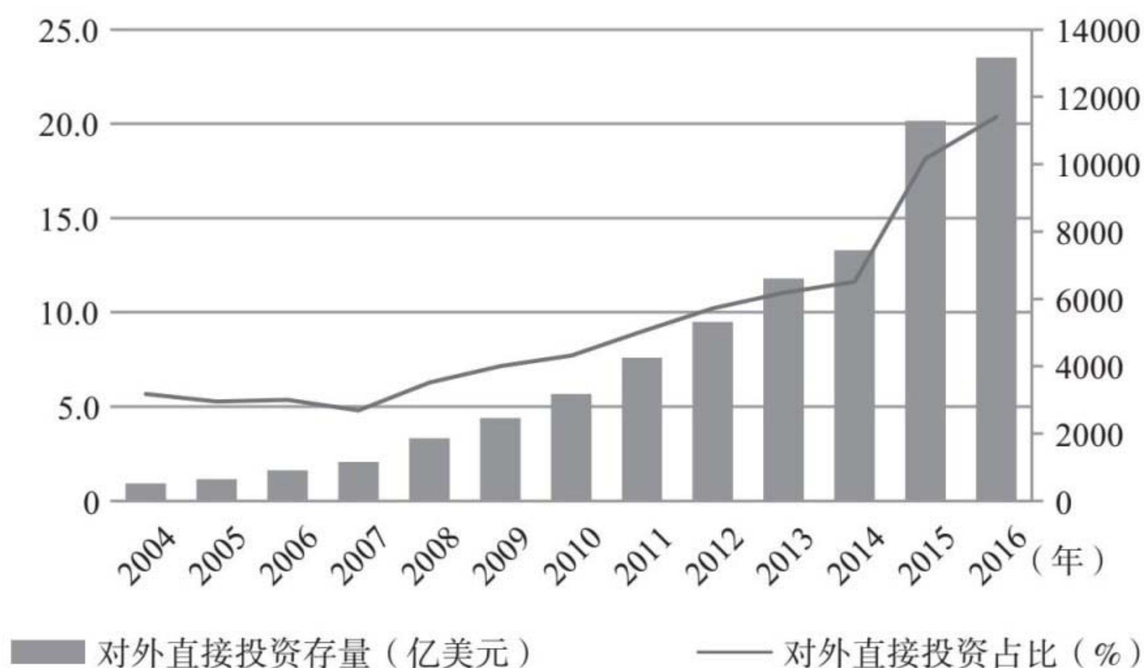


图1.4 2004—2016年中国对外直接投资存量及占国际投资总资产比重

资料来源：国家外汇管理局。

“走出去”战略的实施过程虽然艰辛，但是仍然取得了诸多卓越的成果，培养了一批具有代表性和竞争力的跨国企业。随着“一带一路”倡议的推进，目前我国已与沿线11个国家签署了自贸区协定，与56个沿线国家签署了双边投资协定；对“一带一路”相关国家的投资金额累计已达511亿美元；与沿线国家新签承包工程合同1.25万份，累计合同金额2790亿美元；我国企业在相关国家建设的经贸合作区达52个。

（三）外汇储备规模雄踞世界第一

在经历多年经常项目与资本项目下的“双顺差”以后，早在2006年，我国外汇储备量就已超过1万亿美元，跃居世界第一。虽然从2014年开始，受国内经济增长放缓、外部美元走强等各方因素的影响，我国出现了资本外流、人民币汇率波动的情况，外汇储备量有所减少，但截至2016年年底，外汇储备规模为30105亿美元，仍然占到全球外汇储备规模的近30%，稳居世界首位。

（四）人民币跨境结算和国际化稳步推进

自2003年中国银行在香港设立人民币清算服务开始，截至2016年年底，中国人民银行陆续与36个境外央行和货币当局签署了总计金额达30510亿元人民币的双边本币互换协议，先后在澳门、中国台湾、新加坡、首尔、悉尼、伦敦、巴黎、法兰克福、卢森堡、多伦多等20个城市和地区建立人民币清算安排，央行授权中国工商银行、中国银行、中国建设银行和中国交通银行在上述的分支机构担任当地人民币业务清算行。这些机构成为人民币走向国际化的过程中必不可少的基础设施，他们的业务扩展使离岸人民币得到了越来越多国家和地区的青睐与关注，人民币离岸交易中心的建设也在如火如荼地进行。

在国际贸易支付中，人民币所占比例日益提升，已成为全球交易最为活跃的新兴市场货币。环球银行金融电信协会（SWIFT）数据显示，2013年1月，人民币所占份额仅为0.63%，处于第13位；2015年8

月，市场份额一度达到2.79%，排名大幅提升至世界第4位。此后受汇率波动影响，市场份额有所降低，但是截至2016年底仍占到1.68%，居世界第6位，人民币在全球支付体系中的重要性日益显著。正如SWIFT负责银行市场业务的有关人士所说：“这是人民币国际化进程中伟大的一步，确立了它从‘新兴’向‘常规’支付货币的转变”（Wim Raymaekers，2016）。根据国际清算银行（BIS）2016年9月1日公布的三年度调查，截至2016年4月的三年当中，人民币外汇成交额在全球交易中的占比几乎翻番。该调查还显示，人民币日均成交量从三年之前的1200亿美元，升至2020亿美元；在全球外汇交易中的占比从先前的2%升至4%，位列全球第8位。2016年10月1日，国际货币基金组织宣布，人民币正式加入SDR(特别提款权）的货币篮子，进一步推动了人民币国际化的进程。

在当前全球经济增长动力尚不强劲的背景下，为配合“一带一路”倡议的实施，推动国际产能合作，中国已与沿线22个国家签署了总额超过9000亿元人民币的本币互换协议，推动产能合作与人民币国际化相互促进。

三、金融市场发展和开放稳步推进

（一）股票市场初步成为直接融资的重要渠道

截至2016年年底，我国共有3052家上市公司，股票市场总市值达50.8万亿人民币，约8.4万亿美元，在全球主要股市中占据重要地位。2016年，沪、深两市日均成交金额5185.0亿元。股票融资方面，2016年，共有227家企业完成首发上市，融资1633.6亿元，同比分别增长2.2%和3.5%；806家上市公司完成再融资发行，融资规模达到18001.2亿元，其中12家上市公司发行优先股，融资1623亿元。上市公司再融资促进了社会资本的形成，也是支持实体经济发展的重要手段。在资

本市场大发展的背景下，我国直接融资在社会融资中的占比不断提高。如果以股票市值占GDP比重来看，考虑融资结构的相似性，中国这一比例几乎相当于日本2000年以来的平均水平，股票市场已初步成为直接融资的重要渠道（见图1.5）。

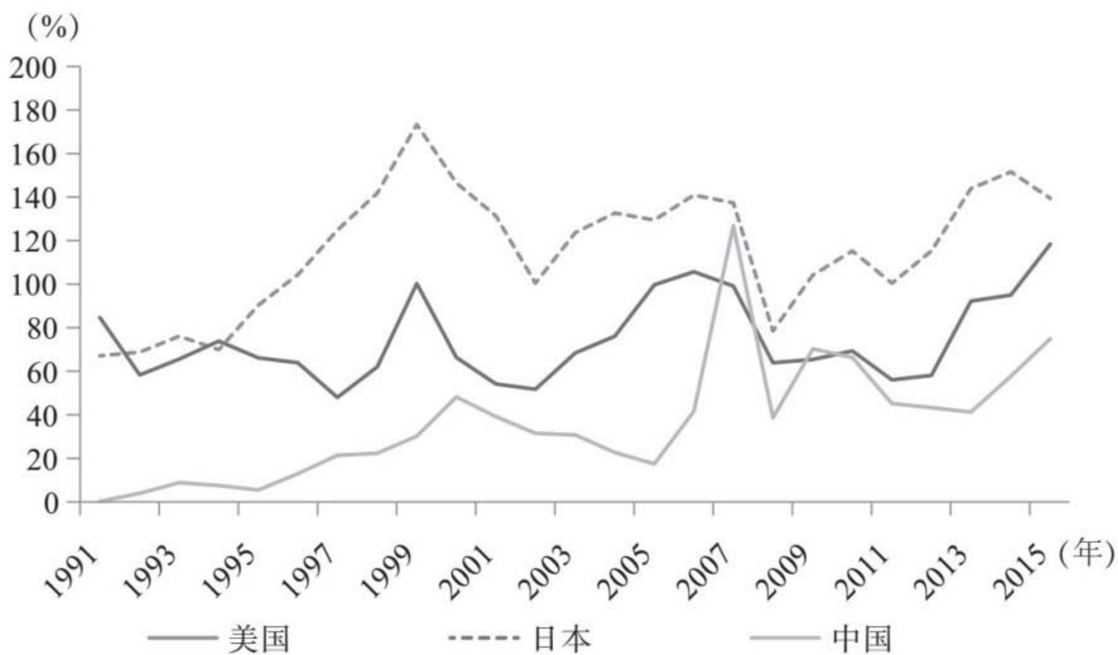


图1.5 1991—2015年美、日、中股票总市值占GDP比重变化

资料来源：世界银行。

为逐步扩大资本市场对外开放，2002年，我国实施合格境外机构投资者（QFII）制度；2011年，实施人民币合格境外机构投资者(RQFII)制度。截至2016年12月底，300家境外机构获批QFII资格，QFII投资额度873.1亿美元，同比增长7.7%；210家境外机构获批RQFII资格，RQFII投资额度5284.8亿元，同比增长18.9%。两项制度总体运行比较平稳，对引进境外长期资金、优化投资者结构、引导价值投资、改善上市公司治理、促进资本市场改革开放和稳定健康发展发挥了积极作用。截至2016年年底，QFII和RQFII为代表的外资占我国股票市场流通市值3.6%，外资对国内资本市场的影响正在逐渐加大。

境外融资方面，内地企业赴港上市的形成主要有H股和红筹股两种。H股是指内地注册、境外上市的外资股。红筹股指境外注册、香港上市，中资控股且主要业务在中国大陆的股票。历经20多年的发展，香港市场已经成为内地企业融资的重要渠道。2016年9月28日，中国邮政储蓄银行股份有限公司于香港联合交易所主板正式挂牌交易，此次IPO（首次公开发行）集资总额达576.27亿港元，成为继阿里巴巴2014年在美上市之后全球最大体量的IPO。随着邮储银行成功登陆H股，中国大型银行已全部完成上市。

QDII（合格境内机构投资者）作为境内投资境外资本市场的可控渠道，近年来也取得了长足发展，尤其是2016年全球经济环境的变化进一步推升了市场对QDII的关注度。受益于美元及油气价格的上涨，投资于美元计价的海外资产的QDII基金均获得了不俗的业绩，华宝油气以49.70%的业绩在全市场基金业绩榜单中排名第5位，中银标普全球资源等权重指数基金、上投全球天然资源混合、诺安油气能源、华安标普石油等QDII基金全年收益均超过30%。QDII基金也成为2016年公募基金收益率最高的品种。

此外，在沪港通试点成功的基础上开通深港通，是我国资本市场对外开放的又一项重大举措。与沪股通偏重大型蓝筹股相比，深股通标的公司占深市市值约70%，充分展现了深交所新兴行业集中、板块成长性高的市场特色，与沪股通投资标的形成了优势互补，总计有881只深股通标的和416只港股通标的。截至2016年12月30日收市，全年南向港股通成交总额为8362亿港元，北向沪股通及深股通成交总额为7710亿元人民币。其中，12月5日开始交易的深股通累计交易金额为260亿元人民币，港股通累计交易金额为92亿元港币，共有约百家香港经纪商和近百家内地证券公司参与深港通交易。2017年年初以来，内地资金参与香港市场的热情进一步高涨，资金流入和交易规模呈上升态势，这表明，对于国内投资者来说，在近年来资产市场波动性较大的情况下，有较强的配置海外资产从而降低整个资产组合的系统性风

险需求，而深港通的开通进一步拓宽了相关的投资渠道，同时也丰富了投资标的，使得投资者可以更加灵活多样地配置资产（金海年等，2016）。

（二）债券市场扩容双向开放

2016年，我国债券市场的交易和发行延续了此前的较快增长态势，但增速有所减缓。2016年，银行间市场现券成交128.8万亿元，同比增长46.5%；交易所市场现券成交5.1万亿元，同比增长49%。银行间市场债券指数由年初的171.4点上升至年末的174.4点，升幅1.8%；交易所市场国债指数由年初的154.5点上升至年末的159.8点，升幅3.4%。2016年年末，债券市场托管余额为63.7万亿元，同比增长33.0%，增速较2015年下降1.6个百分点。截至2016年年底，我国债券市场存量为56.3万亿元，仅次于美国和日本，位居世界第三，其中信用债存量规模为15.1万亿，仅次于美国，位居世界第二。

我国债券市场在规模不断扩大的同时，国际化进程也在稳步推进，主要体现在“引进来”和“走出去”两个方面。吸引境外机构在中国境内发行熊猫债以及向境外机构开放债券市场是“引进来”的重要方面。截至2016年年底，国际开发机构、境外非金融企业、境外商业银行、外国政府均已先后在中国银行间市场发行了大量熊猫债。国际金融公司（IFC）估计，未来五年内，海外企业在中国发行的人民币债券（熊猫债）可能会突破500亿美元。同时，投资者群体进一步丰富，投资者结构更加多元化。目前，境外机构投资者持有债券规模占银行间债券存量规模的2%左右。2016年2月，央行发文称，境外金融机构依法合规面向客户发行的投资产品，以及养老基金、慈善基金、捐赠基金等中国人民银行认可的其他中长期机构投资者，均可投资银行间债券市场，而且此类投资者投资银行间债券市场没有额度限制。2016年10月，人民币正式加入SDR，境外机构投资者的规模占比预计将稳步上升。债券市场国际化的“走出去”包括中国企业以及大型金融机构在

海外发行人民币债券，前者如中资企业到中国香港、中国台湾、德国法兰克福等离岸人民币市场发行点心债、宝岛债、歌德债等；后者如中国银行发行的“一带一路”债券、农业银行发行的“绿色债券”等。

（三）期货市场稳步发展

2016年，我国期货业平稳增长，代表国内商品一揽子组合的商品指数全年涨幅达35%，各板块形成有效轮动。根据中国期货业协会数据，2016年全国期货市场累计成交量约41.38亿手，累计成交额约195.6万亿元，同比分别增长15.6%和下降64.7%。其中，商品期货市场累计成交量为41.19亿手，累计成交额为177.4万亿元，同比增长27.3%和34.8%。截至2016年年底，我国期货市场客户权益总额为4369.1亿元，与2015年相比增加了14.1%，分别是2013年和2014年的2.2倍和1.1倍。我国大宗商品期货市场规模不断扩大，大宗商品期货成交量已连续7年位居世界第一。2016年，上海、大连和郑州三家商品期货交易所的成交量约占全球商品期货与期权成交总量的近六成份额，已初步具备大类资产配置所需的市场容量。

期货市场在规模不断扩大的同时，市场也从商品丰富和政策支持方面逐步完善。期货市场的商品丰富体现在载体丰富和产品多元上。2016年10月18日，国内首家期货系公募基金获批，中国证监会核准了南华期货发起设立南华基金管理有限公司的申请，意味着我国期货业的首张公募基金公司牌照面世。同时，国内期货大家族将再添新成员，期货ETF和指数基金在2016年迎来“爆发式”增长。截至2016年年底，共有14家公募基金的21只商品期货交易所交易基金或指数基金已经走完或正在走申报流程。2016年10月，中国证监会批复大连商品交易所乙二醇期货的立项申请，大商所正在研究推出生猪期货等。

国家对期货市场的政策支持为期货市场指明了新的发展方向，其中大商所、郑商所启动“保险+期货”试点建设，针对“保险+期货”服务开展“三农”试点建设工作。证监会副主席方星海（2016）指出，现阶

段我国农产品期货市场与实体经济对期货市场的需求还存在不少差距。首先，农产品期货市场总量还比较小。从持仓合约规模来看，目前我国农产品期货品种单边持仓规模仅为美国的9%。其次，农产品品种体系还比较单一，全球市场上已上市60多种农产品期权，而我国农产品期权还未起步。最后，农产品期货产品对实体经济的覆盖面较小与产业企业参与不足问题较为严峻。在“保险+期货”模式下，可以解决保险产品定价难的瓶颈问题，提高保险产品的科学性和合理性，同时，增强期货市场对实体经济的服务能力，为期货市场的发展与完善提供新的动力。

第三节
中国的大国经济特征将进一步凸显

一、中国经济对全球的影响不断增强

（一）中国经济的溢出效应显著

对于亚洲发展中国家，中国经济存在明显的“火车头”效应，成为地区经济增长引擎。全球价值链是中国对亚洲发展中国家产生影响的重要机制。中国作为“世界工厂”在亚洲发挥着生产中心的作用，从亚洲其他发展中国家进口原材料或初级产品，进行加工装配后再销往美、欧、日等发达经济体。据IMF测算，经中国加工出口的最终商品约20%的附加值由其他亚洲发展中国家生产（魏尚进，2015）。亚行中国执董办课题组的经验研究（2015）表明，美国、日本经济周期与亚洲发展中国家经济周期的相关性已由历史最高的0.7左右下降到目前0.4左右的水平，表明美国、日本经济对亚洲发展中国家经济的影响程度有所下降，亚洲发展中国家“脱钩”趋势已初步显现。相反，中国与亚洲发展中国家经济周期的相关性正在不断提升。

对于其他国家，中国经济的溢出效应主要体现为经济结构互补下的正向溢出。据有关研究（胡敏等，2015），中美和中日经济互补性强，双方互为利益共同体，经济合作基础坚实；作为一个传统的制造业国家集团，欧盟与新兴的制造业国家——中国之间存在着一定的竞争关系，但是由于中国制造的原始产品较多，中国可以为欧盟提供更多的初级产品，因此，中国对欧盟更多是积极的溢出效应。双方可以进一步合作，找到更恰当的产业分工方式，互相促进。俄罗斯、中国

和印度这些金砖国家之间则表现为：技术先进国家对技术相对落后国家的负面溢出，及技术相对落后国家对技术先进国家的正向溢出。这反映了金砖国家的内部竞争以及合作关系的复杂性。金砖国家需要进一步合作，寻求互利互惠下的共同发展、共享经济增长成果。

（二）产业升级扩大了设备技术进口

从生产的角度来看，中国的产业升级和创新发展需要大量进口发达国家的机电和高新技术产品，这为发达国家的高端产品提供了广阔的市场，也为发展中大国与发达国家实现互利共赢提供了合作平台和切入点。2016年，在全球贸易低迷的情况下，中国机电产品和高新技术产品进口总额分别达到7714亿美元和5238亿美元，占商品进口总值的比重分别为近50%和超过30%，构成我国主要的进口商品种类，有效地拉动了相关国家机电及高新技术产品的出口。这表明，中国经济的增长不仅仅推动了对于大宗商品等初级产品和原材料的进口需求，中国经济的稳中有进有利于各国经济的发展。

（三）消费升级增加了海外消费品进口

从消费的角度来看，中国居民消费能力不断增强，消费水平不断升级。中国正在为世界各国提供庞大的消费市场。世界旅游组织（UNWTO）的数据（2017）显示，2016年，中国大陆游客的境外消费总额为2610亿美元，同比增长了12%，占总消费额的20.9%，出境旅游的游客数量同比增长6%，达到1.35亿人次。自2004年以来，中国游客的海外消费总额每年的同比增幅均达到了两位数。

（四）中国经济周期变化对全球影响日趋显著

由于中国经济在全球经济中的比重不断提高，中国经济周期的变化对世界的影响越来越大。以在国际上举足轻重的能源为例，中国对能源需求的大幅上升使其在能源贸易格局中占据了重要位置。中国的

影响不仅体现在能源进口规模上，也体现在能源价格上。国内有学者研究（程伟力，2005）表明，剔除其他因素，美、中两国石油需求每增加1%，油价将分别上涨4.02% 和1.74%。IMF（2011）的测算表明，当时国际原油价格为100美元左右，剔除其他因素，中国工业增长率每提高3个百分点，将使原油价格每桶上涨6.5美元，升幅达6.5%。2014年下半年以来，国际油价大幅下降，世界银行、国际能源署的报告均指出，其中一个重要原因是包括中国在内的新兴经济体经济增长速度放缓，对石油的需求下降（世界银行，2016）。事实上，中国经济周期对全球的影响不仅仅局限于能源和原材料，在各种全球性经济会议和论坛上，中国经济都是被关注的焦点。

（五）中国金融市场的外溢效应逐步增大

中国经济的对外溢出效应直接通过金融渠道传导的比重因资本管制而十分有限，但随着中国金融市场与世界市场一体化程度的不断提高，金融市场外溢效应也越来越显著。近年来中国金融市场上发生的一些大事件已经证明，中国市场的波动能够通过影响资产价格，进而传导到融资成本，从而影响市场预期和信心来放大这一波动的实际冲击力（IMF，2011）。由于中国金融系统的市场化程度有待提高，受政策影响较大，政策的不确定性可以说是一个最大的波动因素。2015年6月中旬因证监会清查场外配资引发的股市大幅调整，以及8月中旬的“8·11”汇改是中国金融市场溢出效应的典型例证。受中国金融市场影响，与中国贸易联系紧密的新兴市场国家股市均出现了较大幅度下跌。

从跨市场比较来看，与中国市场相互溢出水平最高的依次为中国香港、新加坡、中国台湾和韩国等东亚市场，与欧美市场的相互溢出水平较低，表明中国股市的对外影响力主要局限在区域内。近10年来，中国股市与亚洲发展中国家股市形成了相似的发展态势，中国股市与东南亚发展中国家股市的相关性超过70%，与南亚发展中国家股

市的相关性达到30%。这既有亚洲发展中国家作为整体共同受到外部影响的原因，也有中国对其他发展中国家的溢出效应。此外，与中国贸易往来频繁、经济联系紧密的国家受中国金融市场负向溢出影响的程度更深（亚洲开发银行中国执董办课题组，2015）。

（六）中国经济的软实力不断增强

除了经济总量规模，以研发为代表的技术创新也表明中国经济的软实力在不断增强。科技起飞阶段是一国从单纯使用技术逐步转向改进和创新技术阶段后，科学技术会出现一个迅速发展时期，即研究与开发（R&D）支出占GDP比重从1%提升至2%的过程，收入方面的关键指标则是人均GDP达到1000美元。以上述指标衡量，韩国科技从1983年开始起飞，我国于2002年同时达到了科技起飞阶段的技术和经济条件。从OECD相关国家完成科技起飞所需的时间来看，平均需要9~10年。我国2002年开始科技起飞，2013年，我国研发经费投入占国内生产总值比重首次突破2%，这意味着我国已经进入科技产业和科技创新广泛改造传统产业的黄金时期，中国经济的软实力正在持续提升。考虑到我国各地区各行业的差异，能在10年左右的时间完成科技起飞实为不易。同一时期，中国专利数量也进入快速增长阶段。2013年，中国发明专利申请量超过60万件，成为全球专利产出总量最多的国家。

伴随着人民币国际化的进程，人民币正在被越来越多的国家作为重要储备资产使用，在其资产配置中占比逐年上升。2015年11月30日，IMF批准人民币加入SDR，2016年10月1日，人民币正式成为SDR一篮子货币，标志着人民币正式成为国际储备货币。截至2016年年底，全球持有的人民币外汇储备资产达845亿美元，占1.1%，位列第7位。这是人民币国际化进程中取得的重大成果，未来人民币的国际储备资产地位将受到更多国家的关注和重视。

除了科技进步和货币国际化，一国的软实力还体现在国际经济秩序以及全球治理等各个方面。二十国集团（G20）是一个成员覆盖广、代表性强的国际经济合作论坛，在促进国际社会齐心协力应对经济危机、推动全球治理机制改革方面有着举足轻重的作用。2016年9月4日至5日，二十国集团领导人第十一次会议在中国杭州举行，与会成员、嘉宾国领导人和国际组织负责人就更高效的全球经济金融治理、强劲的国际贸易和投资、包容和联动式发展等议题深入交换意见，共同讨论了气候变化、难民、反恐融资、全球公共卫生等影响世界经济的其他突出问题，并达成广泛共识。本次峰会的成功举办为中国在国际经济发展中争得了更多的话语权。

IMF份额体现着一国与经济实力对应的话语权。2016年1月，IMF在2010年提出的投票权份额和治理改革方案正式生效。改革后，中国份额由3.8%上升至6.071%，一跃成为IMF第三大份额国。金砖四国与美国、日本、法国、德国、意大利、英国一同跻身为IMF前十大成员，新兴市场国家话语权大幅提升。

次贷危机之后，发达国家经济陷入衰退，中国经济稳步增长，中国在世界经济增长中的作用凸显，中国和全球经济增长传统的火车头——美国成为世界关注的焦点。中美峰会（G2）这个概念是由美国经济学家弗雷德·伯格斯滕在2009年中美战略与经济对话后举行的媒体电话会议上提出的，他认为，中国已经是个名副其实的经济超级大国。对于这一概念，国际社会上没有形成较为一致的意见，但不可否认的是，G2的提出表明中国综合实力的上升。2017年4月6日至7日，中美领导人在美国佛罗里达州举行了中美元首会晤，这是中美史上罕见的新总统上任百天内两国元首双边会晤，有力地向世界传达了中美双方重视彼此关系的信息。同时，会议中双方领导人就中美经贸关系走向、朝核等国际和地区热点问题进行了深入讨论，进一步加强了两国对于国际事务的沟通和协调。

二、中国经济应对内外部冲击的能力不断增强

（一）利用地区发展差异进行产业梯度转移的纵深空间广

中国著名人口地理学家胡焕庸（1935）用一条简单的线条描述了中国自然地理、人口地理与经济地理分布不平衡的特点：从东北黑龙江省瑷珲县到西南云南省腾冲县之间，用一条近乎直线连接起来，把中国分为东、西两个部分，西部面积占全国总面积的49.2%，人口只有全国总人口的3.7%；东部面积占全国50.8%，而人口却占全国总人口的96.3%。“胡焕庸线”只是大体上形象地描述了幅员辽阔的中国东西部的地理分界。现今对中国区域经济的划分主要是按照行政省区，辅之以经济发展水平，大体将中国划分为东、中、西部三大经济地带。这三大地带在经济发展水平上由东向西呈递减阶梯状态，东部地区GDP占全国的比重为50%~60%，中部约占25%，西部约占15%。由于中国东西部地区经济发展程度不同，土地、劳动力等要素成本相应也存在较大差异，因此，利用地区发展差异进行产业梯度转移的纵深空间较大，有利于应对外部冲击和实现经济转型。

对比次贷危机前后东部沿海省份和中西部地区的外贸数据，能印证上述判断。一方面，广东、江苏、浙江、福建等传统外贸大省在次贷危机之后外贸依存度大幅下降，如广东从次贷前接近160%的水平降到近年80%左右，江苏等从次贷前100%的水平降到40%多。另一方面，伴随着劳动力、土地等要素成本价格的上升，河南、重庆、江西、广西等多个中西部省份承接产业转移和出现劳动力回流，外贸依存度也较次贷前有所提升，如河南从次贷前6%左右的水平提升到近年的12%左右，江西则从12%提升到16%左右，重庆更是从危机前的12%大幅提升到近年最高的逾40%。除了承接产业转移，国家战略与有关政策的实施也推动了中西部省份外贸的发展，例如，广西在承接东部产业转移的同时，配合“一带一路”倡议的实施加强与东盟各国经贸往来，外贸依存度从次贷危机前的12%提升至近20%的水平。

（二）扩大内需应对外需疲软的余地大

次贷危机后，全球贸易增速较危机前大幅下降，全球1个百分点的GDP增长推动的中国出口增速较次贷危机前也明显下滑。与之相应，中国的外贸依存度大幅降低，进出口总规模占GDP的比重大幅回落。2009年开始，除个别年份，包括商品和服务的净出口对GDP的贡献率是负增长，中国经济增长的中枢也因此逐步降低。20世纪末，为应对亚洲金融危机，中国提出了扩大内需。2008年次贷危机之后，中国又一次提出扩大内需，尤其是扩大最终消费需求，并明确这不是权宜之计，而是立国之本。在一系列扩大内需和推动经济转型的政策推动下，中国外贸依存度较高尤其是贸易顺差占GDP比重较高的局面得以迅速改善。

这样的优势是小国外向型经济体所不具备的。新加坡、中国香港、中国台湾以及韩国是小型开放经济体，外贸依存度大，尤其是新加坡和香港外贸依存度一直维持在100%以上的水平（见图1.6）。即便和美国、日本、德国等主要发达国家相比，现在中国的外贸依存度在大国中已经属于中等水平。次贷危机后，中国的外贸依存度已明显低于德国，有逐渐接近美国和日本的趋势（见图1.7）。经过近10年的调整，中国的外贸依存度已从次贷危机前60%的高位降到当前30%左右的水平。

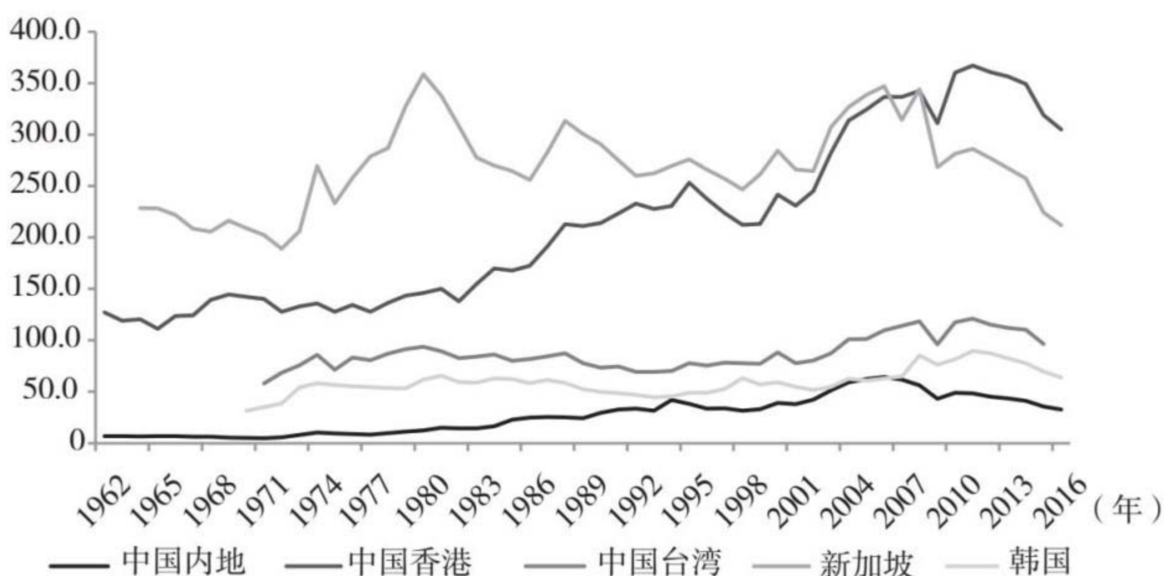


图1.6 1962—2016年中国内地、中国香港、中国台湾、新加坡和韩国外贸依存度对比（%）

资料来源：Wind资讯。

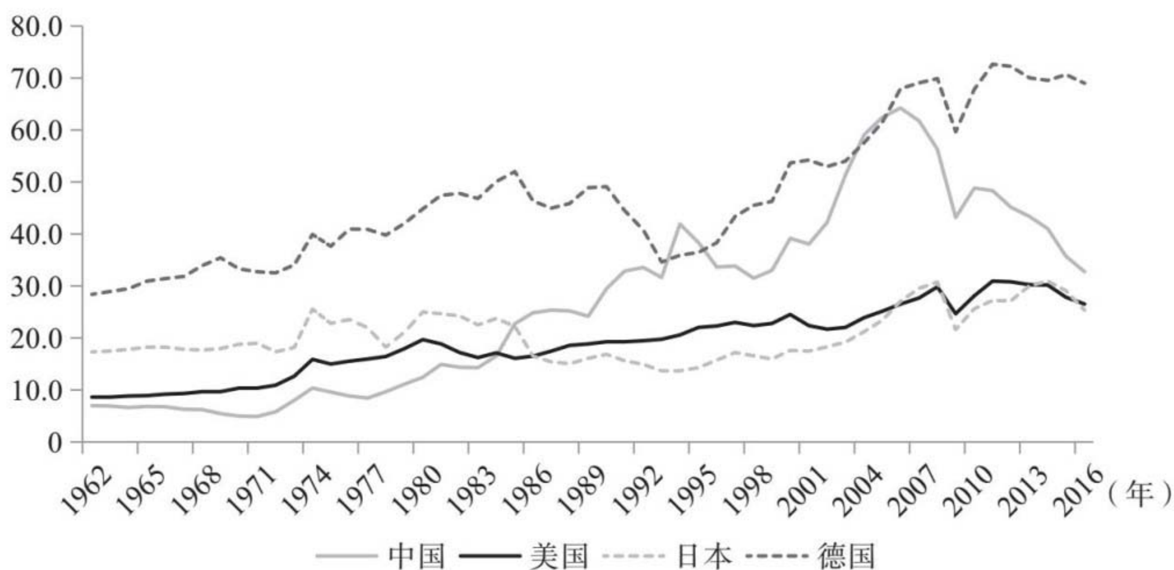


图1.7 1962—2016年中国、美国、日本和德国外贸依存度对比（%）

资料来源：Wind资讯。

（三）抵御资本流动冲击的能力强

金融开放对于小国经济和大国经济具有不同的经济和政策内涵。比如，新加坡作为小型开放经济体，其外贸依存度高，金融市场规模

较小，吸收外部冲击的能力较弱，这成为它们抵制本币非居民持有或者本币国际化的一个重要原因。而中国作为一个大国，经过改革开放30多年的发展，无论从前述的外贸依存度，还是从外汇储备规模，对于外部冲击的承受能力，相比于小型经济体而言，影响也不可同日而语。

随着经济体量的扩大，资本流动冲击对我国的影响降低（见图1.8）。1993年，我国出现了119亿美元经常项目赤字，资本净流入（含净误差与遗漏，下同）137亿美元，分别相当于当年GDP的-1.9%和2.2%；1998年，我国经常项目顺差315亿美元，资本项目逆差215亿美元，分别相当于当年GDP的3.1%和-2.4%。而2015年，我国经常项目顺差3042亿美元，资本项目逆差6471亿美元，才分别相当于当年GDP的2.7%和-5.8%；2016年，经常项目顺差2198亿美元，资本项目逆差6400亿美元，分别相当于当年GDP的1.8%和-5.7%。

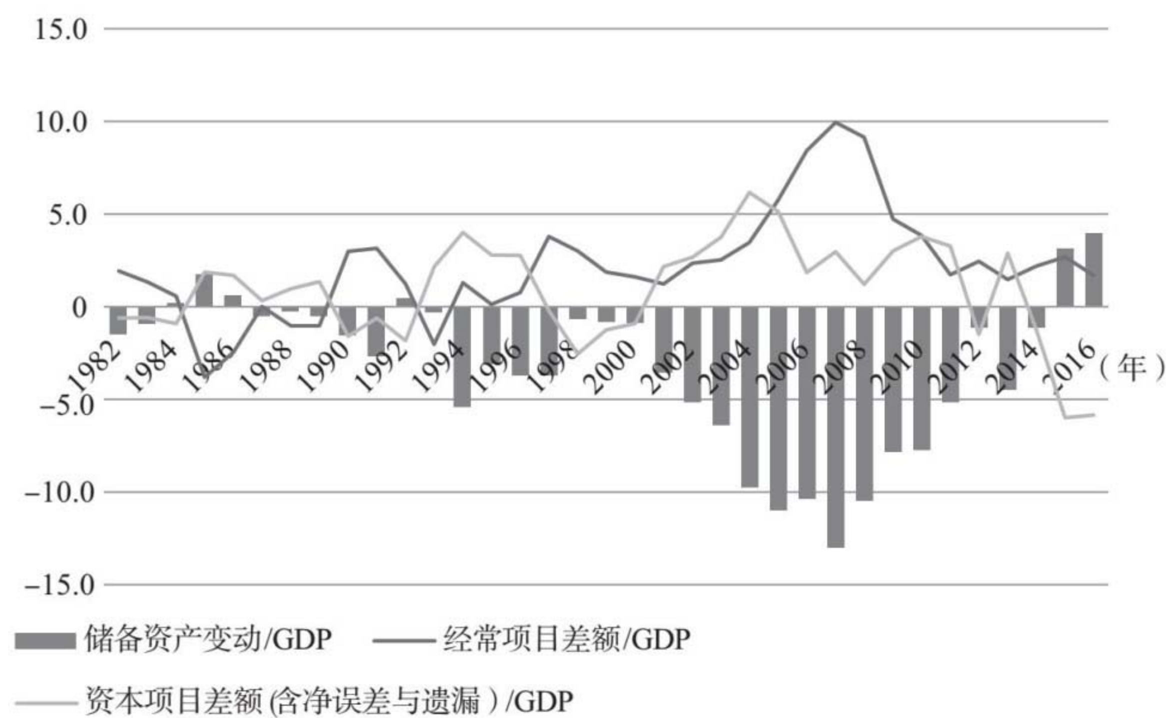


图1.8 经常账户差额、资本账户差额以及外储增量占GDP比重（%）

资料来源：国家外汇管理局；国家统计局；Wind资讯。

另外，尽管我国外汇储备从2014年6月底最高的3.99万亿美元降至2016年年底的3万亿美元左右，但是并没有伤及根本，以短债偿付能力和进口支付能力衡量的基础国际清偿能力仍远高于国际警戒标准。截至2016年年底，外汇储备仍是（本外币全口径）短期外债的3.46倍（2014年年底为2.96倍），同时，仍能够支付22.8个月的进口（见图1.9），而相关国际警戒标准分别为不低于短期外债的一倍和3~4个月的进口。

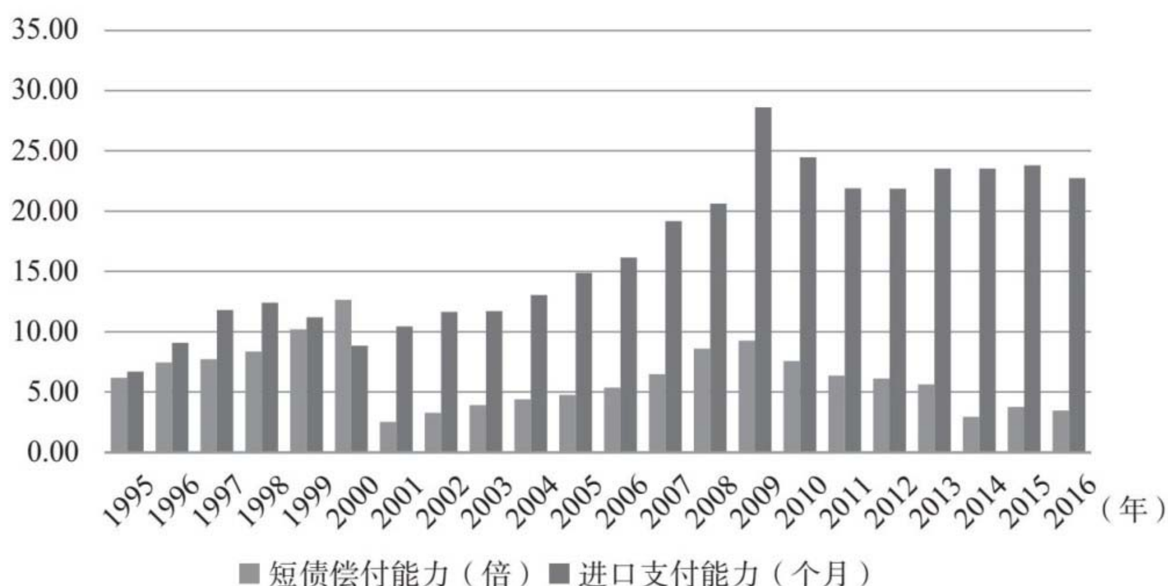


图1.9 以短债偿付和进口支付能力衡量的中国国际清偿能力

资料来源：国家外汇管理局，海关总署。

（四）管理跨境资本流动的难度逐渐加大

由于中国对外经济往来和人员交往日益频繁，特别是加上毗邻香港自由市场这个特殊因素，大大增加了资本管制的成本和难度。

例如，现在中国一年的进出口规模就有3万~4万亿美元，两三个百分点的出口或进口推迟或提前收付汇就是近千亿美元的与贸易有关的跨境资本流动。IMF虽然允许成员对资本流动进行一定限制，但是明确不允许限制与贸易有关的跨境资本流动。再如，中国的外商直接投资和对外直接投资存量都有上万亿美元，而跨国公司的内部转移定价

行为就是规避外汇管制的一个重要手段，是一个世界性的监管难题。又如，中国内地与香港经济和金融有着千丝万缕的联系，人民币与港币已经实现了事实上的可兑换，管理两地之间的跨境资本流动也是防不胜防、堵不胜堵。同时，中国海外还有数千万华人华侨，这也为中国特色的蚂蚁搬家式的跨境资本转移创造了条件。

因此，对中国政府而言，除了本身有开放资本账户、发挥市场配置外汇资源的决定性作用的主观意愿外，客观上还面临管理跨境资本流动的有效性日益削弱的问题，不是想不想主动开放资本账户的问题，而是如何顺应资本自由流动的大趋势，管控好相关风险的问题。

三、未来中国仍面临着较大发展机遇和挑战

（一）主要机遇

人才红利有望替代人口红利。当前我国人口红利在逐步弱化，但人才红利正在逐步形成。一是以高等院校毕业生为核心的创新型人才红利正在形成；二是接受过现代职业技术教育的高素质劳动力群体将取代传统的低端劳动力；三是受益于医疗卫生、劳动保障等民生领域的改革，劳动者健康水平也将会随之提高，人力资本要素带来的红利将会逐步替代传统的人口红利；四是在国家鼓励创新创业的政策支持下，一些已然跳出“农门”的农民工带着新的见识、资金和梦想踏上返乡路，成为新一代的“城归族”。

科技创新引领经济增长新模式。科技创新是未来我国发展的国家战略，是提高生产力和综合国力的重要支撑。近些年，我国坚持实施科技创新驱动发展战略，在推动以科技创新支撑经济社会发展方面已经取得较大进展。一是整体科技发展水平位居发展中国家前列；基础科学研究领域取得丰硕成果，高新技术研究及产业化方面实现重大突

破，科技体制改革也取得了突破性进展，国家创新体系建设正逐步发展；二是中国仍可以充分利用技术后发优势，从而缩小与发达国家之间的技术差距，实现跨越式发展；三是中国正在实现以技术模仿为主向以自主创新为主的转变，自主创新为中国经济持续增长带来源源不断的动力。

新型城镇化发展将释放经济增长新的动力。新型城镇化是我国提高要素配置效率、加快结构调整的重大机遇。一方面，城镇化进程整合了土地、劳动力、资本的要素资源，同时也通过规模化、集约化提高了要素资源的配置效率，进而提高整个社会的资源承载力、环境承载力、经济承载力和社会承载力，尤其是通过提高城市基础设施利用效率，提高了经济效率。另一方面，城镇化带来了人口集聚，直接或间接地促成了工业生产效率的提升，专业化分工细化，以及知识加速积累。对于我国来说，城镇化是未来经济发展的重大机遇。

消费市场新变化奠定中长期经济增长基础。我国消费总规模已经在2013年超越日本，成为全球第二，仅次于第一大消费国美国。对于全球企业来说，中国消费市场的发展已经成为保证企业盈利增长的重中之重。随着小康社会的全面建成和新型城镇化的推进，居民开始迈入富裕生活，消费市场的规模必将不断扩大，结构不断升级。深度挖掘国内消费市场的潜力，是未来我国经济增长的主要动力之一。一是消费结构升级不断创造新的增长点。随着我国居民的收入水平不断提高，恩格尔系数不断下降，消费结构必将逐步从温饱型向富裕型、发展型、享受型转变；二是农村消费市场的启动与发展将为消费发展开辟广阔空间；三是持续提升全要素生产率倒逼改革创新。改革开放前30年，我国全要素生产率总体呈上升态势，但近年来全要素生产率增长已呈现出下降趋势。今后一个时期我国要持续提高全要素生产率对经济增长的贡献，面临的技术创新和体制创新的任务都将更加艰巨。

加快构建开放型经济新体制。改革开放20多年来，依赖出口和招商引资双轮驱动的传统外向型经济模式曾对我国经济发展起到重要作用，在我国面临发展阶段转换以及国际经济格局变迁的背景下，中国经济处于新的历史节点，加快构建开放型经济新体制显得尤为必要。利用外资方面，从重招商转向重制度，从以往注重提供优惠政策招商引资转变为注重健全外商投资管理体制，营造公平竞争、一视同仁的外资环境。推动企业“走出去”方面，着眼于进一步完善我国境外投资中长期发展规划和重点领域、区域、国别规划体系，对企业走出去进行服务指导，提供政策支持和投资促进。同时，“十三五”规划明确要借人民币加入SDR货币篮子之机，推动金融业双向开放，逐步使人民币成为可兑换、可自由使用的货币。

（二）主要挑战与问题

1.国际挑战

一是逆全球化思潮抬头。全球金融危机后，发达国家经济疲软、不平等加剧，新兴市场与发展中经济体崛起。在此背景下，欧美国家保守主义、民粹主义势力抬头，2016年，英国通过脱欧公投，美国旗帜鲜明地宣扬保护主义，经济全球化出现逆转。一些国家的贸易保护主义将矛头指向中国。

二是全球经济增长动能不足。2009年以来，世界经济增速持续处于低速增长状态，全球贸易低迷。短期性政策刺激效果不佳，深层次结构性改革尚在推进。世界经济正处在动能转换的换挡期，传统增长引擎对经济的拉动作用减弱，新技术虽然不断涌现，但新的经济增长点尚未形成。

三是全球经济治理滞后。当前，世界经济格局发生大变化，而全球治理体系未能反映新格局，代表性和包容性还很欠缺。全球产业布局在不断调整，新的产业链、价值链、供应链日益形成，而贸易和投

资规则未能跟上新形势，机制封闭化、规则碎片化十分突出。全球金融市场需要增强抗风险能力，而全球金融治理机制未能适应新需求，难以有效化解国际金融市场频繁动荡、资产泡沫积聚等问题。

四是国际安全形势更为复杂。随着国际秩序新旧交替转换加快，国际安全形势变得更加复杂与严峻，我国经济发展面临着国际安全环境的挑战。

2.国内问题

一是区域差异问题仍然突出。尽管我国一直在努力缩小地区和城乡差异，也取得了积极成果，但我国区域发展仍不均衡。一方面，原有城乡差距、东西部差距以及南北差距仍然较大；另一方面，一线、二线城市与三线、四线城市新的差距正在形成。国内经济发展不均衡的现实说明中国仍然是一个发展中国家，这一问题是美国、日本等国在迈向大国的过程中所不曾遇到的。

二是经济内外失衡问题逐步显现。今后一个时期，外部需求对经济增长的拉动作用将因外部环境变化而明显减弱。投资率也难以保持在过去的高水平，经济增长高度依赖投资和出口拉动的局面难以为继，迫切要求构建扩大内需的长效机制，增强消费需求对经济增长的拉动作用。人口老龄化开始出现。这一变化带来的最直接影响就是我国适龄劳动力人口总量和比例都开始下降，人口红利因素对经济增长的贡献将逐步减弱。同时，全社会的储蓄率将趋于下降，高储蓄率状况可能发生转变，投资支撑经济增长的作用在降低。

三是金融市场发展有待完善。进入21世纪以来，我国加快了金融体制改革进程，积极推进利率市场化和汇率形成机制改革，但我国金融市场发展仍不够完善，直接融资虽快速发展但比例仍然较低，金融市场垄断现象仍然存在，证券市场制度亟待完善。2015年我国利率市场化改革迈出了非常关键的一步，存款利率上限放开，标志着我国的

利率管制已经基本取消，利率市场化基本完成（周小川，2016a）。但利率改革后续还有很多任务，利率市场化疏通传导机制还需要一个不断磨合、逐渐完善的过程。此外，利率市场化之后，竞争的加剧有可能对金融业的平稳运行带来一定影响（刘胜会，2013）。这些问题的解决都要求在完善金融市场的同时，提高金融监管的水平。

四是经济增长中的环境压力日趋增大。过去的30年，中国经济飞速增长，经济发展取得伟大成就，但同时资源过度开发和环境污染问题也愈加严重。我国人均资源占有率不到世界平均的1/3，加之长期以来经济增长方式粗放，资源利用率低，破坏和浪费现象严重，环境污染问题一方面极大地影响了国民的生活质量，另一方面也正在制约中国经济的可持续发展。中国需要绿色发展，从国际范围来看，这已不仅是发展方式的选择问题，同时也成为参与国际社会的形象问题，尤其在我国推进“一带一路”倡议实施和中国企业走出去的过程中，环保具有绿色支持、绿色引领、绿色融合的重要定位（李晓西，2015）。中国要走“绿色化”发展道路，既需要对传统行业进行升级改造，同时也需要发展新的绿色产业，坚持环境、经济和社会的协调发展，达到生态系统和经济系统的良性循环，实现经济效益、生态效益和社会效益相统一的产业模式。

五是金融风险加大。随着国内经济增长放缓，银行业不良贷款持续攀升、信用债违约潮来临等风险都在不断暴露，信托、租赁、网贷、企业应收款和债务市场的违约金额也较大，金融领域的风险不容忽视。同时，国际金融市场的动荡也极易传导至国内。

第四节
从大国经济视角切入人民币汇率选择的研究

根据IMF的分类标准，从2015年购买力平价（PPP）衡量的经济总量排名前20的大国来看，绝大多数国家实现了自由浮动和浮动的汇率制度，仅有中国、沙特阿拉伯和尼日利亚分别实施的是其他有管理安排、传统盯住和稳定化汇率制度（见表1.1）。可以说，从一般的经济和金融发展规律来看，随着经济总量规模的增长、国际贸易和国际金融市场的发展，大国更倾向于选择浮动乃至自由浮动的汇率制度。

表1.1 2015年PPP衡量的GDP排名前20国家（单位：亿国际元）

排名	国家	GDP	当前汇率制度
1	中国	186098	其他有管理安排
2	美国	169401	自由浮动
3	印度	75120	浮动
4	日本	48082	自由浮动
5	德国	35766	自由浮动
6	俄罗斯	34984	自由浮动
7	巴西	30044	浮动

排名	国家	GDP	当前汇率制度
8	印度尼西亚	26749	浮动
9	法国	25135	自由浮动
10	英国	25087	自由浮动
11	墨西哥	20946	自由浮动
12	意大利	20782	自由浮动
13	韩国	17405	浮动
14	沙特阿拉伯	15860	传统盯住
15	加拿大	15377	自由浮动
16	土耳其	15309	浮动
17	西班牙	15015	自由浮动
18	泰国	10429	浮动
19	澳大利亚	10380	自由浮动
20	尼日利亚	10274	稳定化安排

资料来源：世界银行；IMF；中国金融四十人论坛整理。

基于中国正处于大国崛起这一宏观背景的分析，本书从大国汇率选择的理论与国际经验出发，对人民币汇率安排进行历史回顾与总结，在此基础上对人民币汇率形成机制现状与改革方案进行比较，最后提出人民币汇率机制改革的配套政策。本书之后的研究框架安排为：

第二章"内外均衡冲突影响大国汇率选择"，从理论和实证的角度探讨大国汇率选择的考虑因素，并从发达国家和新兴市场大国不同时期、汇率制度和汇率政策选择的实践中，总结出相关经验和教训。

第三章"有管理浮动框架下的人民币汇率政策演变"，回顾1994年汇率并轨以来直至2015年"8·11"汇改的历次汇率调整、汇率政策以及

汇率机制改革，试图从中概括出一些有益的经验。

第四章“人民币汇率走向清洁浮动的路径选择”，分析汇率选择的“角点解”与“中间解”之争对人民币汇率选择的启示，比较不同人民币汇率机制改革方案的利弊，并对未来人民币汇率政策选择进行展望。

第五章“人民币汇率改革功夫还在汇率之外”，主要讨论人民币平稳过渡到浮动汇率制所需要的制度、操作和改革层面的配套安排。

第六章“主要结论和建议”，汇总各章研究成果并对下一步人民币汇率改革提出政策建议。

需要指出的是，本书的研究对象是汇率选择，不局限于汇率制度或形成机制的改革，还包括汇率政策。从理论上讲，制度是长期的、稳定的，而政策是短期的、可变的。正如在通胀目标制的货币政策框架下，货币政策立场可以偏紧、中性或者偏松一样，汇率政策也应该是灵活的，因时因地而变，尤其要防止短期政策的长期化、机制化。

第二章
内外均衡冲突影响大国汇率选择

“他山之石，可以攻玉。”在着手研究中国的汇率选择问题之前，有必要先厘清一些理论问题，同时，可研究借鉴发达国家和新兴市场大国在汇率转型过程中的经验和教训。

第一节
关于汇率选择的理论

一、IMF成员的现行法定汇率安排

国际货币基金组织（IMF）在《汇率安排与汇率管制年度报告》（2014b）中将汇率制度分为四大类，分别是硬盯住型的固定汇率制度、软盯住型的固定汇率制度、浮动汇率制度以及其他有管理的安排（见表2.1）。注据IMF统计，IMF成员的法定汇率安排分布如下表（见表2.2）：

表2.1 IMF汇率制度安排分类

类　型	类　　别				
硬盯住	无独立法定货币安排	货币局			
软盯住	传统盯住	水平带盯住	稳定化安排	爬行盯住	类爬行安排
浮动	浮动	自由浮动			
其他	其他有管理安排				

资料来源：IMF。

表2.2 IMF成员国各种汇率制度占比（%，年）

汇率制度	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
硬盯住汇率制度	12.2	12.2	13.2	13.2	13.2	13.1	13.1
无独立法定货币制度	5.3	5.3	6.3	6.8	6.8	6.8	6.8
货币局制度（联系汇率制度）	6.9	6.9	6.9	6.3	6.3	6.3	6.3
软盯住汇率制度	39.9	34.6	39.7	43.2	39.5	42.9	43.5
传统的盯住制度	22.3	22.3	23.3	22.6	22.6	23.6	23.0
稳定化安排	12.8	6.9	12.7	12.1	8.4	9.9	11.0
爬行盯住制度	2.7	2.7	1.6	1.6	1.6	1.0	1.0
类似爬行的汇率安排	1.1	0.5	1.1	6.3	6.3	7.9	7.9
水平带内的盯住制度	1.1	2.1	1.1	0.5	0.5	0.5	0.5
其他管理安排	8.0	11.2	11.1	8.9	12.6	9.9	9.4
浮动制度	39.9	42.0	36.0	34.7	34.7	34.0	34.0
浮动制度	20.2	24.5	20.1	18.9	18.4	18.3	18.8
自由浮动制度	19.7	17.6	15.9	15.8	16.3	15.7	15.2

资料来源：IMF

从表2.2可以看到：

第一，2008—2014年，全球采用硬盯住制度和软盯住制度的国家占比均有所上升，采用浮动汇率制度的国家占比有所下降，这和“中间制度消失论”有所出入。Ilzetzki、Reinhart和Rogoff（2017）等人的分析指出，近几年汇率制度安排的小幅变迁，一方面是由于国际贸易和金融的发展，另一方面是由于全球性金融风险的出现和消化所致。

第二，采用浮动汇率制度的国家虽然在数量上少于盯住汇率制度的国家，但在经济体量上却远大于后者。IMF更进一步将浮动的汇率安排区分为普通的浮动制度和自由浮动制度，区别在于后者货币当局

仅在极端情况下介入汇率市场，介入的频率低，时长都非常长，绝大部分发达国家都落在这一分类中。而普通的浮动制度既包括一些高收入国家，如新西兰、韩国、南非等，也包括不少发展中国家，如印度、巴西、印度尼西亚、菲律宾等。注意，这里的浮动汇率并不代表政府完全放任汇率波动，在必要情况下央行仍然可以直接介入汇率市场，只不过在汇率定价方面并没有区间和必然介入的承诺。

第三，采用硬盯住汇率制度的国家数量最少。目前世界上盯住一篮子货币的国家一共有12个，主要是一些背靠大国的袖珍国家。其中一些国家没有独立法定货币，直接使用美元或者欧元作为官方货币。另一些国家和地区采用货币局制度，包括中国香港特区的联系汇率制度在内，这意味着其货币几乎完全是依据外汇储备而发放的，仅有极小的独立货币政策空间。历史上还有众多国家也曾实施过盯住一篮子货币的汇率政策。东亚的韩国和印度、澳大利亚、欧洲的波兰、南美的智利都是以盯住一篮子货币政策作为过渡，实现了从固定汇率到浮动汇率的转变，其中波兰和智利是成功过渡的典型。

第四，采用软盯住汇率制度的国家数量最多，IMF对其分类也最为细致。

首先，传统的盯住制度，即官方宣布盯住一种货币（主要是美元或欧元）或一个货币篮子，并在必要的时候通过直接和间接的方法干预汇率。不少中东国家，如约旦、也门、沙特、阿联酋的汇率政策都属于这一类型。

其次，水平带内的盯住制度和传统的盯住制度类似，不同之处主要在于这一分类下官方会承诺一个汇率波动区间，并竭力维持汇率在区间之内波动，而传统的盯住制度只有历史数据上的盯住表现而非承诺。历史上欧洲诸国曾采用这一机制，但目前只有汤加在这一分类中。

再次，稳定化安排指的是，虽然官方没有明确的汇率盯住承诺，但经常以各种方法介入汇市，作为结果，其货币对另一种货币或货币篮子保持了明显的稳定走势。IMF将伊拉克、新加坡、越南等国归入这一分类。

另外，爬行盯住制度指的是，官方明确承诺以爬行的方式盯住单一或一篮子货币，并通过介入汇率市场，确保汇率走势合意。目前只有尼加拉瓜和博茨瓦纳落在这一分类。

最后，在类似爬行的汇率安排中，汇率走势和爬行盯住的相仿，只是官方并未明确承诺爬行盯住。中国、阿根廷、瑞士均属于这种汇率安排。

二、浮动汇率制与固定汇率制之辩

20世纪上半叶，学界对汇率制度选择的讨论还集中在固定汇率与浮动汇率制度孰优孰劣上。直到蒙代尔（1961）提出了“最优货币区”（Optimal Currency Areas）理论，使学者意识到汇率制度可由一国的内生因素决定，因此，对于汇率制度的讨论也从固定汇率制和浮动汇率制的优劣转向影响一国汇率制度选择的内生因素。

弗兰克尔（Frankel，2003）认为浮动汇率制度和固定汇率制度各有四个优势，哪种汇率制度的优势更占主导很大程度上取决于一国自身的特点。具体而言，浮动汇率下，央行拥有独立的货币政策，可以在衰退时采取应对措施；可以自动调节贸易冲击；政府保留了铸币税和最后贷款人能力；固定汇率让人们觉得不需要对冲外汇风险，所以，当固定汇率被攻击时，外币借款人在未对冲风险的情况下外汇风险敞口极大。固定汇率下，央行的货币宽松程度受限，市场对通胀水平的预期较低，有利于央行控制合理通胀（前提是盯住的货币是拥有

较强货币纪律性的硬通货）；有助于消除汇率风险，促进国际贸易和投资；防止国家间为获取出口优势进行无意义的竞争性升值或贬值；消除汇率投机泡沫。

此外，浮动汇率制和固定汇率制也各有其缺点。对于浮动汇率，多恩布什（1976）提出了“汇率超调”的概念，认为当市场受到外部冲击时，商品市场价格黏性较大、调整速度慢，而金融市场价格调整很快，因此，汇率在受到外部冲击时短期反应会偏离长期的均衡水平，发生汇率超调。最为典型的就是1980年上半年的美元泡沫，在高利率、高汇率的情况下，造成了美国的高财政赤字、高贸易赤字，这成为1985年广场协议的重要经济背景。

依据威廉森（Williamson，1998），当以下四个条件满足，一国最适宜采用硬盯住的固定汇率制度：一是该国是典型的小型开放经济体，可以被一个更大的货币区域吸收成为其中一部分；二是该国盯住的货币是其国际贸易最主要对手采用或盯住的货币；三是该国宏观调控目标追求物价稳定，而且希望完全引进被盯住货币国的通胀幅度；四是该国拥有足够的制度保证，使得市场对其维持当前汇率有充足信心。

对于固定汇率，问题则在于固定汇率水平的不可持续性。仇海华（1999）认为，各国经济发展不均衡意味着国际汇率不可能长期保持固定，被抑制的浮动趋势易引起外汇炒家的攻击。更为经典的理论则来自三代货币危机模型中的第一代和第二代。第一代货币危机模型由克鲁格曼（1979）提出，论证了在政府宏观经济政策和固定汇率相互矛盾的情况下，固定汇率必将引来投机性攻击。第二代货币危机模型由奥布斯特菲尔德（Obstfeld，1996）提出，认为政府并不会机械地坚守固定汇率，而是会根据维持固定汇率的成本和收益进行相机抉择，但是由于成本与大众的心理预期直接相关，因此会出现多重均衡，带来货币危机存在预期的自我实现问题。此外，Frankel（2003）指出，

选择盯住目标汇率制度的发展中国家往往存在一个共同问题，就是当资本流向突然逆转时不能及时调整盯住的汇率水平，当外汇储备水平降到很低时处理起来十分棘手，从而对经济带来冲击。

由此可见，对汇率制度的选择并不存在普适性的方案，也没有哪种汇率制度可以永远适用于某个国家（Frankel，1999）。所以，一国在汇率制度安排上做出选择时，应该根据自身经济特点和宏观经济目标进行取舍和抉择。

三、内外均衡冲突下的汇率政策选择

在开放经济中，宏观经济的最终目标是实现内部均衡（经济增长、充分就业、物价稳定）和外部均衡（国际收支平衡），因此，各种宏观经济政策也都以实现内外均衡为目标。关于内部均衡和外部均衡的矛盾及政策搭配的关系问题，最早由詹姆斯·米德（1951）提出。他认为，在固定汇率制度下，政府进行宏观经济调控主要通过开支变更政策。根据凯恩斯主义的需求理论，如果一国处于国际收支逆差和通货膨胀，可以收紧开支减小总需求，使国际收支和通胀达到均衡；如果国际收支顺差和就业不足并存，可以扩大开支，提高总需求，使国际收支和就业达到均衡。但是，如果一国既有国际收支顺差又有通货膨胀，或者既有国际收支逆差又存在失业问题，就会发生内部均衡和外部均衡之间的冲突，使得政府开支政策陷入两难境地，这就是著名的“米德冲突”（Meade Conflict）。

斯旺（Swan，1955）进一步研究了内外均衡冲突问题，提出了综合利用支出增减政策和支出转换政策的解决方法（斯旺模型），见图2.1）。模型假设不存在国际资本流动，以本国支出为横轴，汇率为纵轴。负斜率的IB曲线代表内部均衡对应的支出、汇率组合，曲线之上为通胀，曲线之下为失业与经济衰退；正斜率的EB曲线代表外部均衡

对应的支出、汇率组合，曲线之上为顺差，曲线之下为逆差。由此，将一国内外均衡失衡情况划分为四个象限，即通胀和逆差、通胀和顺差、失业和逆差、失业和顺差，并提出对应的支出增减政策和支出转换政策建议：紧缩支出且贬值、紧缩支出且升值、扩张支出且贬值、扩张支出且升值。

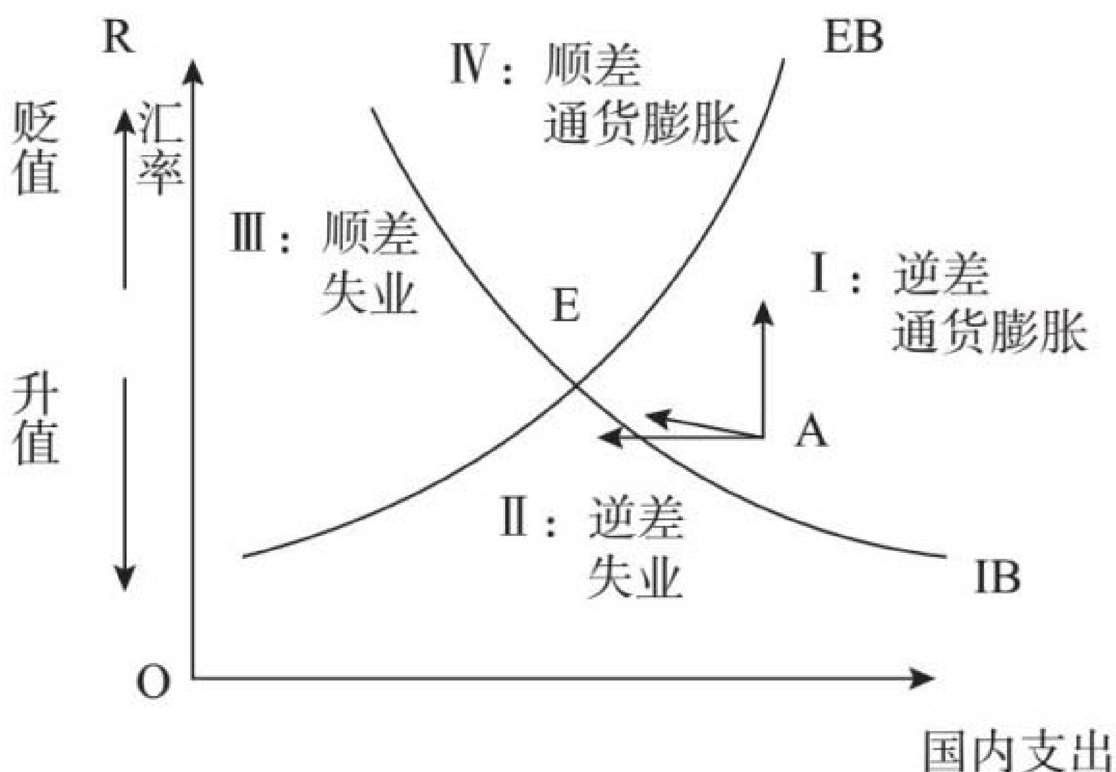


图2.1 斯旺模型

斯旺模型虽然提出了依靠政策组合解决内外均衡问题的思想，但是仍存在两个问题：一是模型没有考虑国际资本流动；二是不适用于固定汇率国家。蒙代尔（1963）将资本流动和不同汇率制度纳入模型中，提出货币政策搭配财政政策的观点，认为：在浮动汇率下，货币政策有效而财政政策无效；在固定汇率下，财政政策有效而货币政策无效。同时，弗莱明也对开放经济中的政策选择进行了相似的研究，在蒙代尔的基础上进行修正后得到著名的蒙代尔-弗莱明模型（Mundell-Flemming Model）。该模型的重要结论是：如果资本完全自由流动，固定汇率下货币政策只能改变外汇储备，不影响收入和就

业，因此货币政策失效；浮动汇率下货币政策对收入和就业有明显影响，因此货币政策有效。该理论为“三元悖论”奠定了重要基础。

亚洲金融危机之后，克鲁格曼在1999年首次明确提出了“不可能三角”（impossible trinity）或者“三元悖论”（trillema），指出一国不可能同时实现（完全的）货币政策独立性、汇率稳定以及资本自由流动三大金融目标，而只能同时选择其中的两个。在此框架下，如果资本自由流动，则意味着对汇率制度的选择将直接影响一国货币政策的独立性：追求货币政策的独立性有利于实现内部均衡，但需要承担国际收支因汇率变动所带来的外部失衡风险；采用固定汇率可以带来国际收支的稳定，但需要放弃货币政策的独立性，容易引起内部失衡。因此，不同国家在不同时期，对于应用哪种汇率制度来追求哪种均衡，都有各自不同的考量。

以全球（资本）一体化不断加深为背景，经典的“三元悖论”近年也受到质疑。基于对现实情况的观察，Rey（2013）提出了“二元悖论”的新观点，即资本自由流动与货币政策独立性不可兼得，且与该国采取何种汇率制度无关。该观点的缺陷在于缺乏明确的理论依据。就此问题，伍戈（2016）在蒙代尔-弗莱明模型中融入了全球一体化因素，通过模型推导提出有关“二元悖论”成因的一个理论假说，即全球避险情绪上升可能削弱国内扩张性货币政策的效果。而当全球避险情绪导致的风险溢价影响超过国内货币扩张程度时，货币政策甚至可能完全失效。

类似地，孙国峰（2016）在央行工作论文中也否定了浮动汇率与独立货币政策间的必然联系。他指出，2008年国际金融危机以来，发达经济体央行量化宽松货币政策投放了大量过剩流动性，这些流动性没有进入实体经济，而是在全球金融市场进行套利，使得资本流动规模非常大，而且流向经常会出现急剧的变化。这导致了不可能三角中资本自由流动的重要性显著提升，而汇率稳定和独立货币政策的重要

性则相对下降。换言之，汇率浮动不足以抑制资本流动，因而，不是货币政策独立性的充分条件。然而，正如奥布斯特菲尔德（2015）所指出，浮动汇率虽然不足以完全化解资本流动对国内宏观经济的冲击，但与不能浮动的汇率体制相比，浮动汇率对于平抑资本流动冲击发挥了重要作用，给国内货币政策也留下了更大空间。总体来说，如果要取得宏观总体平衡，需要同时在三方面努力：一是提高汇率灵活性，二是完善跨境资本流动的宏观审慎政策框架，三是加强货币政策的国际协调。

四、大国与小国的汇率制度或政策选择的考量

对于一国自身特点的描述，学术界大多将国家按照发达国家与发展中国家进行划分。在制定汇率制度时，各国政府的重要考量因素之一就是“三元悖论”，亦即对外部均衡（通过固定汇率稳定进出口）和内部均衡（放弃固定汇率，寻求更独立的货币政策）的取舍问题。从现实来看，按照IMF的分类，绝大多数发达经济体都采用了浮动汇率，而采用固定汇率的国家主要是发展中经济体。究其原因，发达国家和发展中国家对内外均衡的重视程度不同是关键。

一般来说，发展中国家经济综合实力较弱，经济的稳定和增长更加依赖出口，因此发展中国家更加重视外部均衡。赫勒（Heller，1978）指出，发展中国家经济规模较小，贸易结构较单一，在国际贸易市场上属于价格接受者。所以，固定汇率制度可以减小汇率波动对贸易的冲击。同时，发展中国家对外贸易的集中度较高，盯住主要贸易国的货币有利于双边贸易的稳定。但对于新兴市场经济体，采取浮动汇率体制的经济体占比也越来越多。

对于发达国家，其经济多元化程度较高，对外依赖程度相对较低，因此，维持内部均衡更有利于本国经济的发展。黄海洲（2005）

在对12个亚洲新兴发展中经济体和18个欧洲发达国家1976—2001年的数据进行了经验研究之后，也赞成上述结论。他指出，对于欧洲发达经济体而言，由于市场化程度较高，尤其是金融市场深化程度较高，可以较好地应对金融冲击以及实体经济的冲击，选择浮动汇率制度的好处在于面对冲击时可以更快地进行必要的经济调整，因此，更具弹性的汇率制度对应着较高的经济增长率，而经济增长率的差异并非取决于汇率制度的选择；对于亚洲新兴经济体而言，金融市场深化程度还不够，从而不能有效地通过汇率浮动应对外部冲击，因此，更具弹性的汇率制度意味着较低的经济增长率和较高的经济波动性。

五、中国汇率选择的主要考量

中国作为崛起中的大国，本质上是发展中国家——金融市场深化程度不足、国际金融一体化程度不足、市场经济机制不完善，但也兼具大国的特征——经济规模大、对外贸易分散程度高、抵御外界冲击能力较强。作为大国，货币政策的独立性关系到经济增长、合理通胀、充分就业等内部均衡目标能否实现，其重要性不言而喻，因此，在汇率制度的选择中对货币政策独立性的考量非常重要。但也有很多学者认为，对于中国来说，并不一定要采用完全固定或浮动的汇率制度，汇率制度的弹性、货币政策的独立性、资本流动的自由性可以维持在中间态，亦即在“不可能三角”中不必选择“角解”，可以选择“边解”（易纲和汤炫，2001）。

孙华妤（2007）探讨了1998—2005年中国实行传统盯住汇率制度时期，货币政策的有效性和对外自主性。结果显示，货币政策有效性方面，货币数量对产出和物价的影响不显著，但贷款利率对产出有一定影响，说明货币政策的“价格”工具比“数量”工具更有效；货币政策

自主性方面，应用误差纠正模型检验和格兰杰因果检验，结果不支持传统盯住汇率制度已经对中国货币政策自主性有系统性制约的观点。

胡再勇（2010）对2005年汇改前后的货币政策自主性进行了实证研究，结果表明汇改后我国的利率政策较汇改前要强；基于外汇储备和基础货币之间的长期关系的实证结果表明，2005年汇改前，我国的货币数量政策存在自主性，汇改后我国的货币数量政策则缺乏自主性。

---

1. 从汇率的完全固定到自由浮动按顺序分别是：无独立法定货币的汇率安排、货币局安排、传统固定盯住安排、水平波幅内的盯住汇率、稳定化安排、爬行盯住、类似爬行安排、其他管理安排、浮动、自由浮动。根据央行对汇率的干预程度又分成三组：硬盯住型的汇率制度，对应IMF分类的前两种；软盯住型的固定汇率制度，对应IMF分类的第三—七种；其他有管理的安排，对应第八种；浮动汇率制度，对应IMF分类的第九、十种。

第二节
发达国家汇率选择的国际案例

一国的汇率选择（包括汇率制度或者汇率政策）需要符合经济发展规律和宏观基本面的客观情况。国际上有很多发达国家或地区货币曾经过汇率制度的选择与转变。有些国家选择了和当时经济发展规律或经济基本面并不配合的汇率制度，遭受了失败与损失；有些国家调整汇率制度，进而为经济和金融的长期稳定打下基础。这些经验与教训值得我们借鉴。

一、20世纪60年代美元危机

“二战”后，按照布雷顿森林体系的规定，每盎司黄金兑换35美元。当时美国拥有黄金储备246亿美元，占资本主义世界的73%。1960年10月，伦敦黄金市场价格猛涨到每盎司41.5美元，引发了第一次美元危机。

引发此次危机的直接原因是美国黄金储备（178亿美元）低于对外短期负债（210亿美元），导致外界对美元能否按规定比例兑换黄金产生怀疑。根本原因在于以下两方面。

一是资本主义国家战后经济逐渐恢复，美国的相对经济实力有所下降。1950—1973年，主要资本主义国家工业生产年平均增长率高，其中日本14.1%，西德7.6%，意大利6.7%，法国6.1%，美国4.3%，出现了所谓的“黄金时代”。可以发现，相比美国，其他国家战后恢复速度更快。特别是日本，1956年日本国民生产总值只有250亿美元，居资

本主义世界之末，1966年达到1000亿美元，10年内翻了两番，1967年一跃成为资本主义世界仅次于美国的第二经济大国。美国在资本主义世界工业生产中的比重则由1949年的55.8%下降到了1970年的40.9%。

二是美国国际收支连年逆差，大量美元外流，造成美元泛滥。1972年，美国的外贸逆差由上一年的22.6亿美元上升到64.2亿美元；国际收支逆差高达104亿美元，黄金储备却仅为对外短期债务的1/8，导致美元信用进一步下降。1973年的2月5日至9日短短的5天里（当年1月下旬发生了美元危机），仅法兰克福外汇市场抛售的美元就达到了50亿。

为防止金价上涨，维持美元兑黄金的固定汇率，美国联合英国、瑞士、法国、联邦德国、意大利、荷兰、比利时8个国家于1961年10月建立了黄金总库，用于在伦敦市场上买卖黄金，使金价保持在每盎司35.2美元的水平上，同时，阻止外国政府用美元兑换黄金。但这种手段无法阻止美元国际地位的进一步下降，黄金储备流失日趋严重。直到1967年7月，法国宣布退出黄金总库。

20世纪60年代中期，美国扩大了对越战争的规模，庞大的战争开支使得美国政府出现巨额财政赤字。根据美国预算与管理办公室的统计，越南战争的官方实际军事支出是1347亿美元，战争期间美国国债上涨到1460亿美元，大量美元流出美国，加剧了美元的泛滥。1968年3月，第二次美元危机爆发，仅3月14日一天，伦敦黄金市场成交量就达到350~400吨，黄金总库也难以应付。经协商后，黄金总库成员国决定不再按每盎司35美元的价格在自由市场上兑换黄金，但各国政府和中央银行仍可以按照该价格兑换黄金，由此形成了自由市场上金价和黄金官价的“黄金双价制”。接连不断的危机动摇了以美元为中心的布雷顿森林体系，1971年的第三次美元危机意味着该体系正式走向崩溃。1973年，盯住汇率制度解体，布雷顿森林体系崩溃。

事实上，美元危机的爆发乃至布雷顿森林体系的瓦解都不是偶然现象。1960年，美国经济学家特里芬在《黄金与美元危机——自由兑换的未来》中提出了有关美元的“特里芬难题”，指出：“美元与黄金挂钩，其他国家货币与美元挂钩，美元虽然取得了国际核心货币的地位，但是各国为了发展国际贸易，必须用美元作为结算与储备货币，这样会导致流出的美元在海外不断沉淀，美国就会发生长期贸易逆差；而美元作为国际货币核心的前提是必须保持美元币值稳定与坚挺，这又要求美国必须是一个长期贸易顺差国。这两个要求互相矛盾，因此是一个悖论。”由此意味着因为制度本身的缺陷，布雷顿森林体系从一开始就无法长期存续下去。

二、1992年英镑危机

1990年10月，英国加入欧洲货币体系（EMS）。EMS规定：西欧各国的货币不再盯住黄金或美元，而是相互盯住；每一种货币只允许在一定的汇率范围内浮动，超出范围后，各成员国的中央银行需要通过买卖本国货币进行市场干预。1992年2月，为实现货币的统一，欧洲共同体成员国签署了《马斯特里赫特条约》，进一步加强了EMS的欧洲汇率体系。

但是，该机制的最大问题是来于自各成员国之间经济发展的不平衡。此前，德国为两德统一后重建民主德国采取了扩张性的财政政策，财政上出现巨额赤字，德国政府担心由此引发通胀，引起习惯于低通货膨胀的德国人不满。结果是，通胀率仅为3.5%的德国拒绝了七国首脑会议要求其降低利息的要求，反而在1992年7月把贴现率升至8.75%。与此同时，英国在20世纪90年代陷入严重的衰退之中，经济停滞甚至下降，1991年失业人数为176万人，占全国劳动力的6.2%，1992年又升到9.7%，长期的高利率使投资锐减，1991年投资减少了

10.8%。而德国经济实力却越发雄厚，1990年经济增长率为4.5%，1991年为3.5%，在西欧国家中经济增长率最高，而失业率仅为6.4%，低于美、英等国，出口和投资在1991年也保持了强劲的增长势头，分别为13%和6.5%。在此背景下，英镑兑德国马克汇率处于严重高估中，政府急需通过货币宽松和英镑贬值实现经济的复苏。然而，在欧洲汇率体系的制约下，英镑兑德国马克的汇率必须维持在规定的浮动范围之内。

索罗斯在《马斯特里赫特条约》签订时就预见到欧洲汇率体系将会由于各国的经济实力以及各自的国家利益而很难保持协调一致，因此，连同其他投机者不断扩大头寸规模，准备做空英镑。与此同时，英国因难以承受维持汇率水平的高利率对其经济的损害，请求德国降低利率，但遭到拒绝。在越来越多的质疑和压力下，以索罗斯为首的投机者认为英国政府很难继续维持在欧洲汇率体系中的地位，并从1992年9月开始大量抛售英镑。英国政府动用了269亿美元的外汇储备，仍然无法将英镑汇率维持在规定范围内。

1992年9月15日，英国宣布退出欧洲货币体系。

三、20世纪80年代后期日元升值与日本经济泡沫破裂

20世纪80年代初期，美国经济陷入低增长甚至负增长、高通胀的“滞胀”状态。一方面，为刺激经济，里根政府从1982年下半年实行了扩大赤字的预算政策，里根执政五年来的赤字开支共计8122亿美元，远远超过从1789年建立联邦债务统计制度到1980年间财政赤字的总和，美国的财政赤字占国内GDP的比重从20世纪70年代的35%上升到1980—1992年的38%。另一方面，通胀水平在1980年3月时达到

14.8%，沃尔克领导的美联储为反通胀坚定地实施高利率政策，联邦基金利率从1979年的平均11.2%快速上升到1981年6月的20%。高利率遏制了通货膨胀，但同时也催生了强美元，导致美国贸易赤字大幅上升，1980年美国的贸易赤字是194亿美元，1984年已经大幅增长到1090亿美元。

在此期间，美国对日本的双边贸易规模和双边逆差规模都达到最大。以1985年为例，当年美国对日本出口226亿美元，约为美国出口规模的10%，美国从日本进口688亿美元，约占进口规模的20%，无论进口、出口还是总贸易，日本都是美国的第一大贸易伙伴。占比更大的是美国对日本的双边贸易逆差，当年达到462亿美元，接近美国贸易逆差总规模的40%。可以看出，在20世纪80年代，美国面临贸易赤字和财政赤字的双重困扰，里根政府的高利率政策虽然在一定程度上缓解了通胀问题，但因此造成的美元升值进一步打压了美国疲弱的制造业——出口额连续负增长，贸易逆差巨大。

由于美国对日本的双边贸易逆差在美国对外贸易总逆差中的巨大份额，日本理所当然地成为美国当时“治理”贸易逆差的主要对象。美国各利益集团强烈要求美国政府干预外汇市场，促使日元升值。1985年9月，美、日、德、英、法的财长和央行行长达成“广场协议”，约定联合干预外汇市场，推进美元的有序贬值，由此拉开了日元兑美元大幅升值的序幕。

日本经济在日元升值后的最初几年不但没有受到损害，反而出现了高速增长。实际上，1980—1984年日本GDP年均增长率为3%，1985—1991年达到4.6%，1988年甚至达到久违的6.8%的高增长。具体原因有三：一是日本央行为应对日元升值开始下调利率，放松银根；二是日本抓住了20世纪80年代信息技术产业的腾飞机遇；三是石油价格的大幅下跌使得严重依赖石油进口的日本企业成本降低（1986—1990年日本的进口额不升反降）。

但是，由日元升值和日本经济繁荣带来的信心膨胀，以及日本央行超低利率政策投放的过量流动性，促使投资变成投机，催生了股市和房市的巨大泡沫。1986年年初—1989年年底，日经指数从13000上涨到39000，上涨了3倍；1987—1988年，东京股票市场的市盈率平均高达60倍；1985—1990年，东京的商业用地价格上涨3.4倍，住宅用地上涨2.5倍，全日本商业用地价格上涨1倍，住宅用地价格上涨60%。

进入20世纪90年代，巨大的泡沫终于在一系列因素的催化下破裂。1989年，为防止通胀，日本开始实行紧缩的货币政策，股市、房市的泡沫先后破裂。也是在1989年，美国强烈抨击日本股市的封闭交易和相互持股问题，持续对日本股市施压，动摇了投资者的信心，股市最终在1990年出现恐慌性下跌。此外，日本大藏省（2001年改制为财务省和金融厅）在1990年开始缩紧日本金融机构的房地产贷款，房市价格大跌并由此产生了大量银行坏账。多重作用之下，日本经济陷入了旷日持久的停滞中。

回顾整个过程，我们可以得出两个结论：一是“广场协议”并非日元升值的主要原因，只是加速日元升值的推动器。20世纪80年代，日本经济规模不断扩大，对外贸易持续顺差，日元升值已是大势所趋，并非政府干预的结果。王允贵（2004）认为，在1985年之前日元就已经具备了升值基础，“广场协议”只是加快了这一进程，强化了市场对美元贬值和日元升值的预期，推动日元汇率在短期内出现过度调整。二是日元升值并非20世纪90年代日本经济泡沫破裂的主要原因，而是信心膨胀带来的过度投机和日本政府宏观政策的失误。范幸丽（2003）认为，日元升值虽会对日本短期经济增长有一定的负面作用，但是如果日本能够采取恰当的政策措施，就可以凭借其强大的经济实力化解不良影响，充分发挥升值带来的正面作用。然而，由于在货币政策上的失误和产业发展方向上的偏差，日本没能抓住机会，反而陷入经济的长期萧条。

四、20世纪60年代德国多次主动允许马克升值应对本币升值

1944年，“二战”炮声尚未停息，布雷顿森林会议即勾画了战后以美元为中心的世界货币体系蓝图。德国战败后，别无选择地加入了布雷顿森林体系，美元与黄金挂钩，联邦德国马克与美元汇率被固定在4：1的水平上。

联邦德国（即西德，以下简称“德国”）在战后的迅速崛起超出了太多人的预料。1950—1973年，德国工业生产平均增长率达7.6%，大大高于美国同时期的4.3%，在主要资本主义国家中仅次于日本。特别是其制造业，在世界市场上很快立足，“德国制造”成为赚取外汇的庞大机器。1950年，德国对外贸易总值为46亿美元，而到了1970年已经猛增至646亿美元，增长了13倍。德国对外贸易在20世纪60年代已持续保持连年顺差，1965年以后，贸易顺差更是迅速扩大。德国经济相对美国经济走强，固定的双边汇率已不能反映两国之间经济实力的变化，马克存在升值的内在要求。

为了维持布雷顿森林体系，保持马克与美元的固定汇率，德国货币当局一度在市场上购入超额供给的美元，维持巨额外汇储备。大量购买美元导致巨额马克投放，在德国国内引起流动性泛滥，逐渐威胁到物价稳定。德国当时的房地产等资产价格和工人薪资等，均面临巨大的膨胀压力。同时20世纪60年代贸易自由化以后，大量投机资本借助贸易项下进入德国，导致流动性输入的通胀压力，造成1965年通胀上升到4%。

20世纪60年代后期和70年代初期布雷顿森林体系崩溃以前，面对经济的快速增长、国际收支顺差特别是短期资本流入增大，德国国内围绕是否进行汇率改革展开了激烈争论。然而，固定汇率制的观念当时仍根深蒂固，时任联邦德国总理库尔特·基辛格声称“只要我在任，

货币就不会升值”。但德国央行具有很强的独立性和影响力，将国内经济均衡尤其是物价稳定目标放在首要位置，坚持奉行市场经济和资本项目开放（王信、齐瑶，2011）。各方经过了激烈的争论和博弈，几次主动允许马克升值，1971年1月至1973年1月，德国马克兑美元从3.63升值到3.19，提前释放了马克低估的汇率失调压力，最终避免了经济和金融体系在布雷顿森林体系解体之后出现大幅波动。

1971年，饱受石油危机冲击的美国尼克松政府宣布停止美元与黄金的自由兑换，货币史称“尼克松冲击”。1973年，布雷顿森林体系崩溃，以美元为中心的国际固定汇率制度瓦解。同年3月1日，德国正式决定马克对美元自由浮动，进入浮动汇率时代。实行浮动汇率制后，德国央行更看重国内货币政策的独立性。从1974年起，货币政策目标转向货币供应量，并每年预先宣布次年的货币增长率，让公众相信央行确定的物价水平和通货膨胀在可控范围内。在固定汇率与资本自由流动、独立货币政策三者之间，德国选择了资本自由流动和独立货币政策。

对比日本和德国应对本币升值压力的经验和教训，独立的货币政策和汇率制度改革的选择很重要。管涛、韩会师（2006）认为，日本在“广场协议”之后主要通过货币政策和财政政策来抵消日元升值影响，加大海外投资和国内设备投资，造成了产业空心化和产能过剩，这为日后经济衰退埋下隐忧。而德国央行具有很强的独立性和对通胀目标稳定的坚持，能够较早调整汇率制度，维持经济对内平衡，这是德国本币经历升值但没有遭受日本在“广场协议”之后一样的金融失败的主要原因。

五、加拿大与澳大利亚的汇率较早实施自由浮动

早在1950年加拿大就实施了浮动汇率制度，是发达国家中最早实行浮动汇率的国家（1962—1970年恢复固定汇率）。在固定汇率制度下，决策者不得不将货币政策的重心放在汇率稳定上，而不是国内物价稳定。1950年，由于加元的升值压力和外汇储备迅速增多所带来的国内通胀压力和短期投机资本流入压力，加拿大政府让加元浮动，由市场决定价值。1970年，加元汇率第二次浮动的原因与1950年相似。

在1970年加元第二次转向浮动汇率制之后，国内物价稳定和经济增长成为加拿大银行的货币政策重心。1982年，加拿大银行正式弃用了以狭义货币总量M1作为货币供应的中介目标，并开始探索通胀目标制等新的货币政策框架。1991年，加拿大成为世界上第二个采用通货膨胀定标法的国家。根据当时的形势要求，加拿大央行必须灵活运用货币政策，将通胀率维持在1%~3%的区间，而目标则是2%。

与加元类似，在国际外汇市场上同样被称为“资源性货币”的澳元也较早实行了自由浮动。1974年，澳大利亚的汇率制度从盯住美元汇率制度转为管理浮动汇率制度，并与澳大利亚主要贸易伙伴国20种货币一篮子加权货币联系。1976年，由于外汇市场投机给澳元带来的贬值压力，澳大利亚宣布转向灵活的汇率管理。当对相关经济因素的评估显示汇率水平需要变动时，澳大利亚就小幅频繁地调整澳元对一篮子货币的汇率。这一安排的目的是避免市场对汇率长期大幅变化的预期，并使汇率成为经济政策中一个更具弹性的工具，即实行所谓“爬行盯住”汇率制，爬行盯住汇率制是澳大利亚从固定汇率制向自由浮动汇率制的过渡阶段。1983年，由于政治性投机压力导致大规模资本流出，澳元汇率持续贬值，外汇管制成本日益高昂但管理效率低下，爬行盯住汇率制和当时外汇管制的有效性均遭到质疑。最终，澳大利亚又取消了澳元盯住一篮子贸易加权货币的有效管理浮动汇率，而实施自由浮动政策。

加拿大和澳大利亚是较早实行自由浮动汇率制度的国家，在其汇率浮动之后，国内的货币政策重心转向了通胀目标制。王应贵（2011）认为，20世纪90年代以来加拿大出色的经济表现跟灵活的汇率制度和独立的货币政策有着密不可分的重要关系。关于货币政策和浮动汇率制，加拿大前央行行长道奇曾说过一句话："依靠稳定通胀和合适财政政策的配合，浮动汇率就能成为协助一个国家保持总供需平衡的武器。"

第三节
新兴市场与发展中国家汇率选择的国际案例

通过上节我们发现，即使是经济实力雄厚、金融市场完善的发达国家，如果汇率制度选择不当，也会对宏观经济产生较大负面影响。对于新兴市场和发展中国家来说，如何在“原罪”情况下克服“浮动恐惧”，更是其汇率转型面临的最大问题。

一、俄罗斯汇率制度改革释放卢布贬值压力

苏联解体后，俄罗斯汇率制度的演进可谓一波三折。1992年，俄罗斯颁布《俄联邦外汇调节法》和《俄联邦外汇调节与管制法》，开始实行卢布内部可兑换制度，由交易所市场形成统一汇率，并可自由浮动。1995年至1998年8月，俄罗斯政府实行“外汇走廊”制度，由中央银行执行有管理的汇率浮动。1998年8月，亚洲金融危机波及俄罗斯，在外债高企、外汇储备不足的情况下，俄罗斯央行被迫放宽外汇走廊，直至放弃外汇走廊制度。到2006年7月，俄罗斯修订了《俄联邦外汇调节与管制法》，在经常项目可兑换的基础上，实现了卢布的可自由兑换，汇率采取“盯住篮子货币+日浮动区间”的制度。2008年全球金融危机来袭，俄罗斯央行实行美元和欧元双货币联系汇率区间制度，允许央行在卢布汇率浮动超出规定程度时，通过大规模购买或者出售货币实施外汇市场干预。2014年11月10日，俄罗斯央行宣布结束与美元和欧元的一揽子联系汇率机制，同时放弃对卢布汇率的自动干预机制，不再以可预期的方式在卢布兑欧元和美元的汇率超过限度的时候入市支持卢布，实际上实现了卢布汇率的自由浮动。

综上所述，俄罗斯在1998年和2014年两次向浮动汇率制明显靠拢。

1991—1998年，俄罗斯共吸收外资237.5亿元，但其中将近70%是短期投机性资本，不但对实体经济无益，反而增加了金融系统的不稳定性。1995年起，俄罗斯实行“汇率走廊”制度后的时间内，俄罗斯经济相对稳定，卢布比值也保持稳定，外汇市场投机的难度也有所加大。不过，由于俄罗斯实质上处于经济衰退阶段，外汇储备不足，“汇率走廊”制度效果并不理想。1997年亚洲金融危机爆发，俄罗斯经济的两大支柱要素——能源和金属价格大跌，经济陷入混乱，外资也开始出逃，外汇储备逐渐降低。与此同时，俄罗斯财政收支连年入不敷出，加之国际收支不平衡，至1997年年底对外负债高达1280亿美元，外汇储备仅有130亿美元，俄罗斯政府陷入了严重的债务危机。

姜华东（2007）认为，由于“汇率走廊”的管制效应，卢布币值被高估，因此，一旦暴露出问题就容易造成汇率剧烈波动，引发货币危机。姜华东指出，在“汇率走廊”制度下，一旦遇到金融危机，如果没有足够的外汇储备和强大的经济发展势头，这种制度就很难再进一步实行。1998年8月俄罗斯政府放弃“汇率走廊”制度，开始实行卢布浮动汇率制度，美元兑卢布一年之内升值288%。浮动汇率虽然释放了卢布的贬值压力，但是并没有解决俄罗斯经济中的根本性问题，GDP增速直到1999年一季度仍然下降1.8%。值得一提的是，1998年8月，在宣布卢布贬值的同时，俄罗斯政府停止国债交易，将1999年12月31日前到期的债券转换成了3~5年期债券，并冻结国外投资者贷款偿还期90天。这一系列小概率事件的发生令豪赌西方会救助俄罗斯的美国长期资本管理公司发生巨额亏损，资产净值下降90%，濒临破产。

自2014年6月起，原油价格大幅下跌，到年底几乎跌去一半，依赖原油出口的俄罗斯经济遭受严重打击。与此同时，在俄罗斯吞并克里米亚之后，来自西方国家的大规模经济制裁令其经济雪上加霜。多重

因素影响下，卢布汇率自2014年6月起再度大幅贬值，至年底贬值幅度为61%。仅在10月，俄罗斯央行为防止卢布过快贬值就花费了300亿美元。11月5日，俄罗斯央行宣布将每天用于提升卢布的外汇储备限制在3.5亿美元。11月10日，俄罗斯宣布结束与美元和欧元的一揽子联系汇率机制，同时，将放弃对卢布汇率的自动干预机制。与1998年类似的，在实行卢布浮动汇率之后，俄罗斯经济并未出现好转——GDP增速在2014年第四季度同比增长0.2%，2015年全年经济同比负增长2.8%，卢布继续贬值，美元兑卢布的官方价格从2014年11月的49.3贬值至2015年12月的72.8；2016年俄罗斯经济逐渐企稳，第四季度时实际GDP同比增长0.3%，随着经济企稳、油价反弹，卢布兑美元汇率才逐渐稳定在50~60。

与上次不同的是，此次的货币危机并未导致债务危机。主要原因在于自那次危机之后，俄罗斯政府开始逐步缩减外债规模，外债规模从1998年的1280亿美元降至2014年的416亿美元，至2016年9月进一步缩减至384亿美元。

二、印度汇率制度改革之后轻装上阵

20世纪70年代末，印度开始实行“卢比爬行盯住美元+浮动区间”的汇率制度。1983年，印度将汇率制度改为了实行“爬行盯住一篮子货币+浮动区间”的汇率制度。1991年，印度发生国际收支危机，同年7月，卢比汇率贬值10%左右。

印度的汇率制度改革始于1992年。当年3月，印度用双重汇率制度代替了盯住美元的汇率制度，规定出口商必须将外汇收入的40%按官方汇率出售给指定的交易商，余额则按市场汇率进行兑换。1992—1993年，印度逐步实现了卢比经常项目的部分自由兑换。1994年8月，印度接受《国际货币基金组织协定》第八条款，实现了卢比经常项目

下的自由兑换，并在之后的十几年中逐步完成了卢比经常项目的汇率市场化。

2013年，印度经济陷入低迷，财政收支和经常项目双赤字，其中财政赤字7.5万亿卢比，占GDP的6.7%，经常项目赤字2.8万亿卢比，占GDP的2.5%。加之美国计划缩减量化宽松规模，国际资本大幅撤离印度，造成卢比面临较大的贬值压力。在此背景下，印度央行将卢比汇率“一贬到底”，2013年5月—8月，卢比贬值幅度达23.9%。汇率的大幅贬值并没有带来立竿见影的效果——2013财年印度GDP增速仍然不到5%，但是，一贬到底的汇率在接下来数年中为经济提供了利好。卢比暴跌后为经济提供了缓冲的余地，在随后面临美联储退出量化宽松和加息时可以稳妥应对冲击，为印度经济的结构性改革提供了空间。同时，借助油价下跌削减政府补贴、管控经常账户赤字之后，印度的政府财政收支和经常账户也出现改善。2014财年GDP增速回升至6.9%，2015财年则反弹至7%以上。

另外，资本账户开放在印度的整个改革路径中被置于一个相对靠后的位序，尤其是汇率制度改革要先于资本账户开放的进程。印度在1993年的3月1日就进入浮动汇率时代，而资本账户开放的全面推进却是在1997年Tarapore报告出台之后。黄继炜（2009）认为，印度政府根据国内外经济金融的实际状况，非常成熟理性地选择了渐进地推进资本账户的开放，在资本账户开放过程中遵循自己的步骤，不轻易许诺，始终掌握着主动权和控制权。

三、韩国的汇率制度改革和经济增长

1980年2月27日，韩国中央银行决定，韩元由单一盯住美元，转变成盯住一篮子货币。1990年3月，韩国中央银行宣布用市场平均汇率（MARS）制度取代盯住一篮子货币制度，篮子货币的构成

为“SDR+主要贸易伙伴货币”，并实行市场平均汇率体制下的“浮动+区间”安排，即设定每日的汇率波动区间，后来这一区间逐步扩大。

1997年7月，在东南亚各国经济疲弱、贸易逆差、汇率高估的背景下，以索罗斯为首的国际外汇炒家对泰国发起攻击，大量做空泰铢，导致泰国政府放弃固定汇率制，转向浮动汇率。随后，韩国也遭受汇率攻击，汇率大幅贬值、股市暴跌，经济增长也从危机前的高速增长急转直下。回顾整个过程，不适宜的固定汇率制度是韩国等亚洲新兴国家遭受冲击的直接原因，经济发展中的种种问题是深层次的原因。固定汇率制度在某种程度上放大了这些问题，使得问题最终以金融危机的形式爆发出来。

亚洲金融危机之后，多数亚洲国家放弃了固定汇率制度，转向完全自由浮动或者有管理的弹性汇率制度。同时，大幅增加外汇储备。以韩国为例，1997年12月，韩国的汇率制度转为浮动汇率制度，但将2008年1月和1998年1月的数据进行对比，韩国的国际储备总额增加了11倍。在2008年金融危机全面爆发、全球流动性大幅收紧的情况下，凭借弹性的汇率制度安排和充足的外汇储备，虽然韩元在2008—2009年发生大贬值，但资本流动的冲击并没有再次成为威胁。尽管在危机期间，韩国的经济增速受到外部需求因素的拖累，但外汇储备、债务水平均保持了相对稳定，同时，在韩元一次性贬值之后，韩国经济增速迅速从2009年第一季度的-1.9%上升到2010年第一季度的7.3%。

四、墨西哥1994年金融风暴和汇率制度改革

拉美国家和东南亚地区退出盯住制度的过程十分相似，都经历了这一过程：盯住制度→本币高估→出口下降→经常项目赤字→货币贬值压力→政府干预失败→发生金融危机→被迫退出。它们中多数没有经历盯住一篮子货币的过程（即使名义上盯住一篮子货币，实际上也

给予了美元过高的权重，造成实质上的盯住美元，如泰国）。墨西哥是一个经历这一系列变动的典型案例。

1982年墨西哥债务危机之后，保持较低的通胀率成为历届墨西哥政府追求的主要政策目标。为此，墨西哥政府实行了比索盯住美元的汇率制度，并以此作为货币政策的“名义锚”。1983年，墨西哥政府与工会和企业界签订了《经济团结契约》和《稳定与经济增长契约》，承诺保证公共部门的价格稳定和比索汇率稳定；企业承诺限制商品价格的上涨幅度；工会承诺限制工资的增长水平。墨西哥政府通过以上措施在反通胀方面取得明显成效。1987年墨西哥通货膨胀率为159.2%，到1994年12月则降至7.1%。但是，以盯住汇率制度作为“名义锚”的货币政策，在抑制通货膨胀的同时，也导致了比索币值高估。

1989年，墨西哥的经常项目逆差为41亿美元，1994年已扩大到289亿美元。为维持国际收支平衡，墨西哥政府大力吸引资本流入。1989年5月，新的外资法规定除石油、电力、铁路、铀矿开采和货币铸造等战略部门外，外资可以进入一切部门，股权比例可以达到100%。墨西哥央行也采取了高利率的政策吸引资本。在利差驱动下，国际资本大量涌入，到1988年，墨西哥成为拉美地区吸引外资最多的国家之一，1990—1993年证券投资占比约为72.6%。这样的资金来源结构使墨西哥经济愈益脆弱，政府的回旋余地不断缩小，而金融投机者的影响力却持续增加。

1994年墨西哥的金融危机系内外因素交叉所致。1994年2月4日，美联储将联邦基金利率提高25个基点，由3%提高至3.25%。之后美联储4次提高官方利率，至11月底，利率已经升至5.5%，此举也引发了全球的加息风潮。一方面，外围市场的加息加上墨西哥以短期资本为主的国际收支结构，使得墨西哥成为美联储加息和美元走强的牺牲品。另一方面，墨西哥国内政治矛盾不断，贫困问题得不到解决，贫富差距扩大，失业人口增加。一系列矛盾在1994年通过激烈的方式显现出

来。1月墨西哥恰帕斯州发生农民武装暴动，3月执政党总统候选人遇刺身亡，9月执政党总书记遇刺身亡，12月恰帕斯州再度暴乱。墨西哥政府在1994年12月19日深夜对外宣布比索贬值15%，引起极大恐慌。外国投资者疯狂抛售比索，抢购美元，比索汇率急剧下跌；20日汇率从最初的3.47比索兑1美元跌至3.925比索兑换1美元，狂跌13%；21日再跌15.3%。1994年，由于比索币值高估，贸易逆差扩大，外资大量流出，比索与美元的汇价难以维持，11月中旬，墨西哥中央银行开始动用大量外汇储备频繁干预外汇市场。国外投资者大量撤资，外汇储备在20—21日仅两天就锐减近40亿美元，在20—22日短短三天时间内，墨西哥比索兑换美元的汇价就暴跌了42.2%，这在现代金融史上是极为罕见的。

1994年12月21日，墨西哥政府宣布，取消外汇市场干预，实行比索汇率自由浮动。在实施浮动汇率制后，中央银行决定逐步与国际社会接轨，实施以通货膨胀目标制为核心的货币政策。1994年金融危机之后，墨西哥政府进一步采取各种改革措施，对墨西哥货币政策职能机构、货币政策目标、货币政策工具进行了相应的调整。从根本上重组银行体系，剥离出不良贷款交给资产管理公司处理，同时，让财政收入承担重组银行的费用。在实施浮动汇率制之后，墨西哥GDP增速迅速从1995年第二季度-8.1%回升至1996年第二季度6.7%，并在2008年金融危机之前保持在2%~6%。

第四节
本章小结

第一，即使对于发达国家，汇率选择不当也会引发危机。20世纪60年代，即便当时美国经济规模世界第一、黄金储备世界第一，但是仍不能维系一个不可维系的盯住汇率安排。一国汇率选择不当的原因可能有汇率制度的设计本身不符合经济发展规律，政治因素的干扰，汇率制度的要求不契合国家所处的经济环境，等等。在某些不利因素的冲击下，如政府实行错误的经济政策、大宗商品价格的剧变、国际资本的大幅流出、投机性资本的外汇攻击时，不适宜的汇率安排可能放大对经济造成的负面影响。

第二，发展中国家为了谋求对外贸易稳定、吸引外资，往往乐于对汇率采用非对称的干预。即面对升值压力时，积累外汇储备，阻止本币过快升值，但面对贬值压力的时候则顺势贬值。在国际资本流出和外贸收支变差的情况下，政府一味追求固定汇率只会不断消耗外汇储备，当外汇储备不足时容易引起投机性资本的攻击。当政府无力维系原有汇率而被迫放弃时，剧烈波动的汇率将对经济造成更大伤害。相反，如果政府能选择有弹性的汇率制度安排，则既可以保证汇率向市场供求均衡的方向变动，又可以防止汇率剧烈波动，从而可以较好地抵挡外界因素冲击。

第三，虽然汇率选择与宏观经济有着密不可分的联系，但汇率往往只是经济基本面的外在表现。单单寄希望于调整汇率制度来改善经济是不现实的，在经济本身的问题没有得到解决的情况下，未必会有提振经济的效果。积极调整经济结构、处理经济本身存在的种种问题

才是根本办法。改革的同时如果能够选择适宜的汇率安排，则可让经济在未来轻装上阵，起到锦上添花的效果。

第四，在汇率浮动以后，大部分发达国家和新兴市场都提高了本国货币政策的独立性，甚至引入了通胀目标制的货币政策框架，以充分享受汇率浮动带来的好处。

第五，总体上看，中国作为发展中的大国，既有发展过程中由于市场化机制不健全需要汇率相对稳定的需求，也有作为大国需要一定货币政策独立性以维持内部均衡的需求。对于中国来说，采用何种汇率制度，仍需要放在中国的实际现状下做成本收益的分析和讨论。

第三章
有管理浮动框架下的人民币汇率政策演变

新中国成立初期至1994年汇率并轨之前，人民币汇率制度经历了从固定到浮动、由官定汇率到计划分配与市场调节的演变过程，汇率政策也逐渐由财务核算工具转为价格调节杠杆。从1994年年初人民币汇率并轨，开始实行以市场供求为基础的、有管理的浮动汇率制度，到2015年8月11日优化人民币汇率中间价形成机制，人民币汇率市场化形成机制的改革按照主动、渐进、可控的原则，已经历经20余年，有许多经验和教训值得总结。

第一节
强弱转换之际的人民币汇率政策演变

1994年之前，人民币汇率总体弱势，呈现螺旋式贬值趋势。1994—2000年，则是人民币逐渐从弱势货币走向强势货币的重要转折时期。

一、1994年成功逆袭的汇率并轨改革

（一）背景

20世纪80年代，从实施外汇调剂市场汇率和官方汇率并存的双重汇率制度以来，随着外汇留成比例不断提高，通过外汇调剂市场以市场汇率达成的外汇买卖越来越多，到1993年年底，有八成左右的外汇买卖以1美元兑8.7元人民币的调剂市场汇率成交，仅有两成的外汇买卖使用1美元兑5.8元人民币的官方汇率。

汇率并轨前的1992年和1993年，中国经济结束了1989年以来的调整，经济出现过热迹象。受国内经济过热、外贸进出口逆差的影响，人民币承受了较大贬值压力。为避免人民币过度贬值，外汇调剂市场恢复了限价，但场外交易中的外汇兑换价格仍在高涨，贬值预期愈演愈烈。

1993年7月，政府出台了一系列治理整顿财政金融秩序的铁腕措施，并首次以抛售外汇储备的市场化方式干预外汇调剂市场，将市场汇率稳定在1美元兑8.7元人民币左右并放开限价，直至1994年年初汇

率并轨。同时，政府要求银行严控对有汇不卖或者买汇不用企业的贷款，甚至收回贷款或调入的外汇。1993年11月，十四届三中全会吹响了人民币汇率制度市场化改革的号角。

（二）内容

1994年年初，我国外汇管理体制实施了重大改革，主要内容包括：

一是1美元兑5.8元人民币的官方汇率与1美元兑8.7元人民币的外汇调剂市场汇率并轨，统一为1美元兑8.7元人民币，开始实行以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制度。这里的“单一汇率”并不是指单一盯住美元，而是相对于1994年以前官方汇率与外汇调剂市场汇率并存的双重汇率制度而言，并轨后境内所有的本外币转换均使用一个汇率。

二是建立全国统一规范的银行间外汇市场，银行间外汇市场形成的汇率作为官方汇率的基础，人民币兑美元汇率中间价由上日银行间外汇市场人民币兑美元交易的加权平均价获得，交易波幅为中间价上下0.15%。

三是取消外汇留成和上缴，全面实行银行结售汇制度，银行对客户的结售汇的挂牌汇率由国家外汇管理局对外公布，银行遵照执行。

（三）成效

1994年汇率并轨成为人民币由弱转强的分水岭。我国对1994年汇改提出的任务是“稳定汇率、增加储备”。起初，这被认为是不可能完成的任务。然而，从全年来看，不仅人民币汇率没有像市场预期的那样“破九望十”，反而迎着消费物价上涨24.1%和零售物价上涨21.7%，到年底升值了2.9%；并且外汇储备不减反增304亿美元，较1993年年

底翻了一番还多。人民币自1994年开启了长达20余年的升值通道。根据国际清算银行统计，1994—2015年，人民币名义和实际有效汇率分别累计升值65.2%和90.9%（见图3.1），在国际主要发达国家和新兴市场国家（地区）货币中升幅分别排第二位和第一位（见图3.2）。

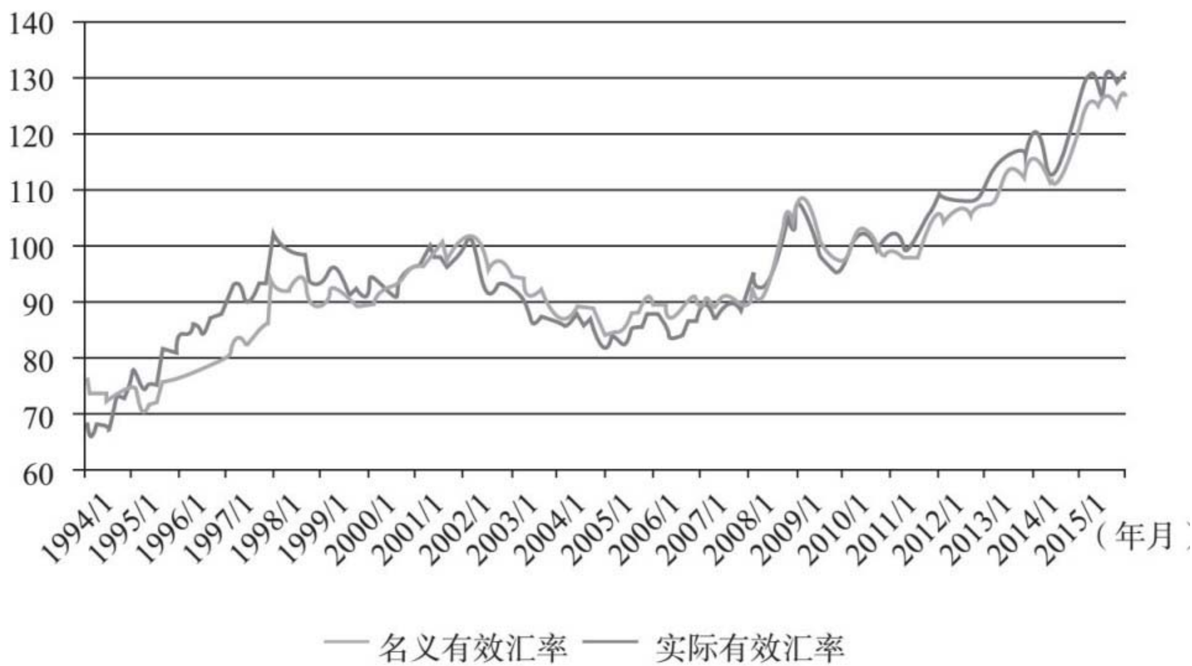
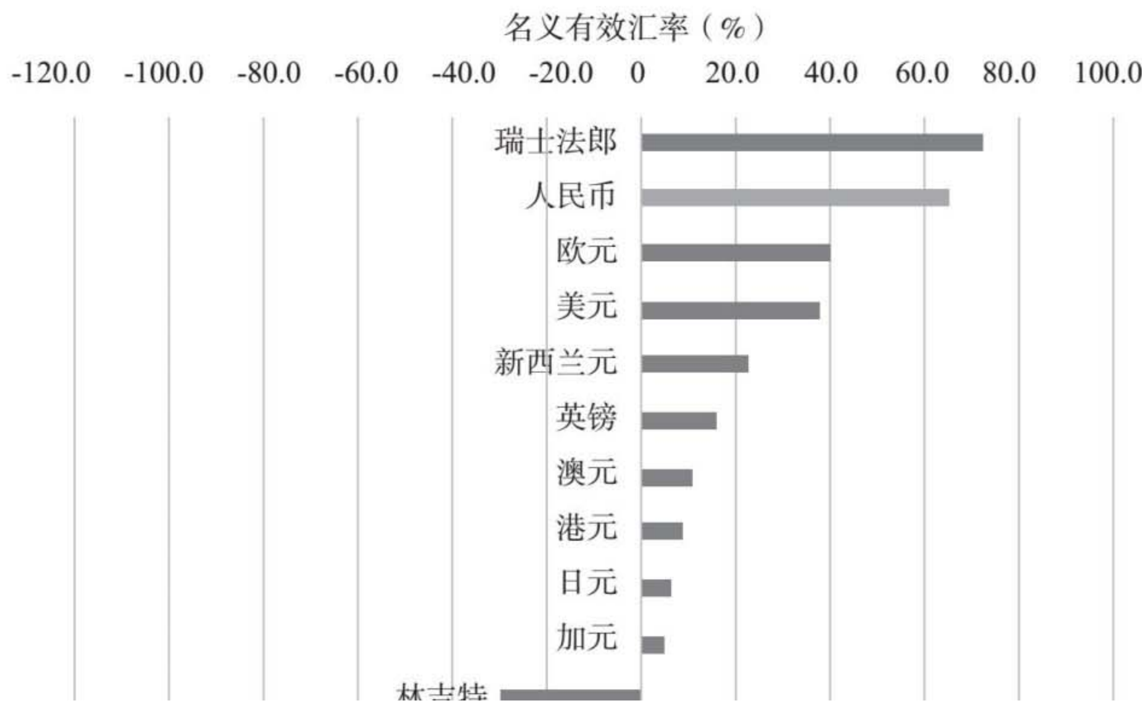


图3.1 1994—2015年人民币名义有效汇率和实际有效汇率

资料来源：国际清算银行。



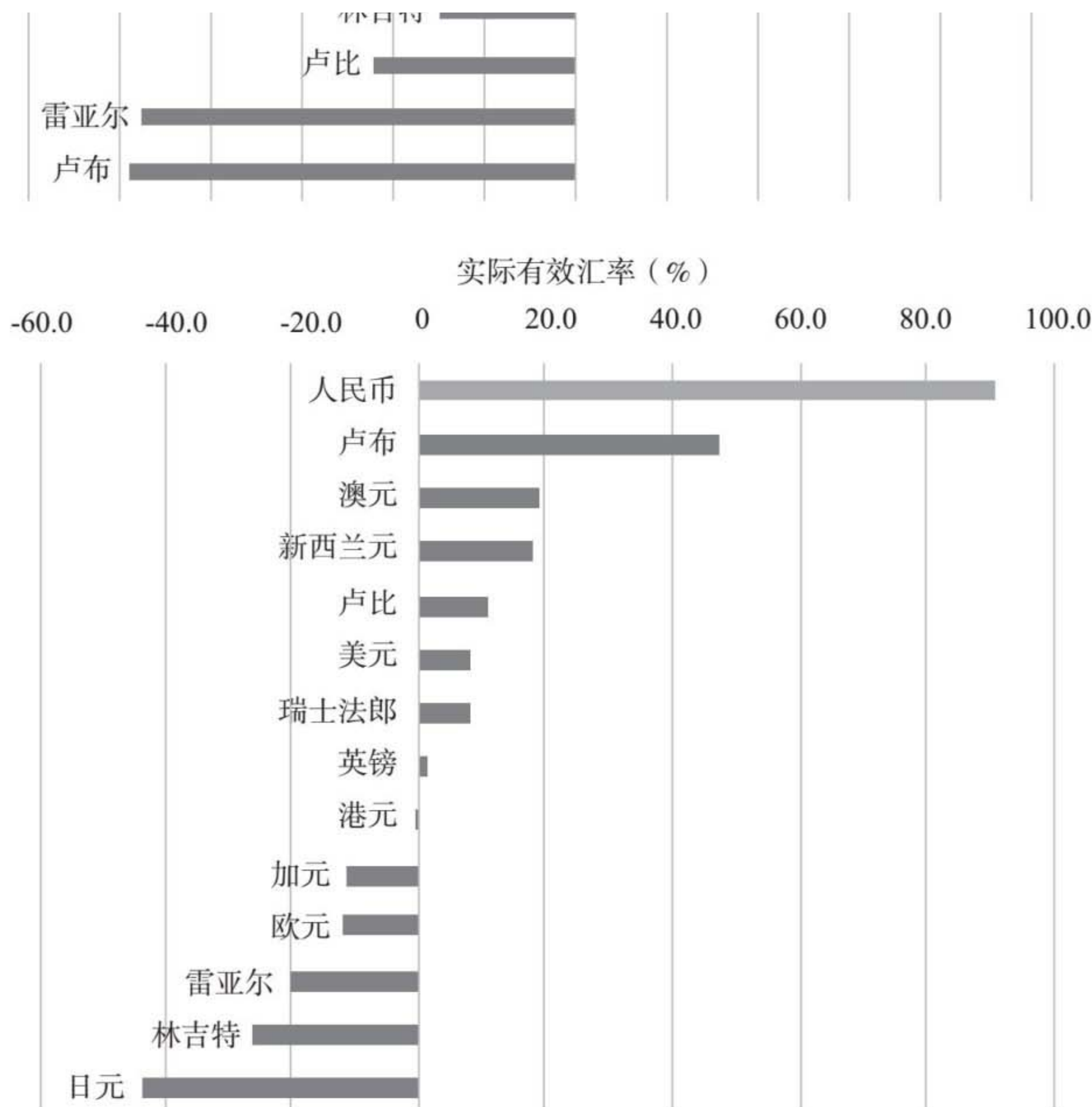


图3.2 1994—2015年主要发达和新兴市场国家（地区）有效汇率变化

资料来源：国际清算银行。

（四）原因分析

第一，加强宏观调控，实行从紧的财政、货币政策，从源头上抑制了过热的外汇需求。

第二，取消外汇留成与上缴制度，从制度上集中外汇供给，保证了外汇需求。1994年改革没有完全延续以前的老路，而是在汇率市场化的大框架下，大胆采取了强制结汇的制度安排，要求中资企业经常

项目外汇收入必须全额卖给银行。同时，宣布实现人民币经常项目有条件可兑换，集中外汇供给以保证中资企业进口及与进口有关的运费、保费、佣金等贸易从属费用的购汇需求。

第三，实施一揽子财税金融体制改革尤其是全面实行出口退税政策，刺激了出口高增长。1993年，我国的货物和服务贸易差额为逆差118亿美元，而到1994年已经转为顺差74亿美元（见图3.3）。进出口贸易转顺差的主要原因，是我国全面实行基于增值税的出口退税制度（之前是部分出口商品享受退税），平均10余个百分点的退税率是对出口的重要激励。值得强调的是，我国贸易状况的改善是人民币汇率强势的“因”，而不是人民币汇率低估的“果”。考虑到1994年汇改前，八成的外汇买卖使用1美元兑8.7元人民币的外汇市场调剂汇率进行交易，汇改后人民币汇率对大部分交易而言并没有贬值，用人民币汇率水平的变化解释进出口贸易状况的改善恐怕是因果倒置。

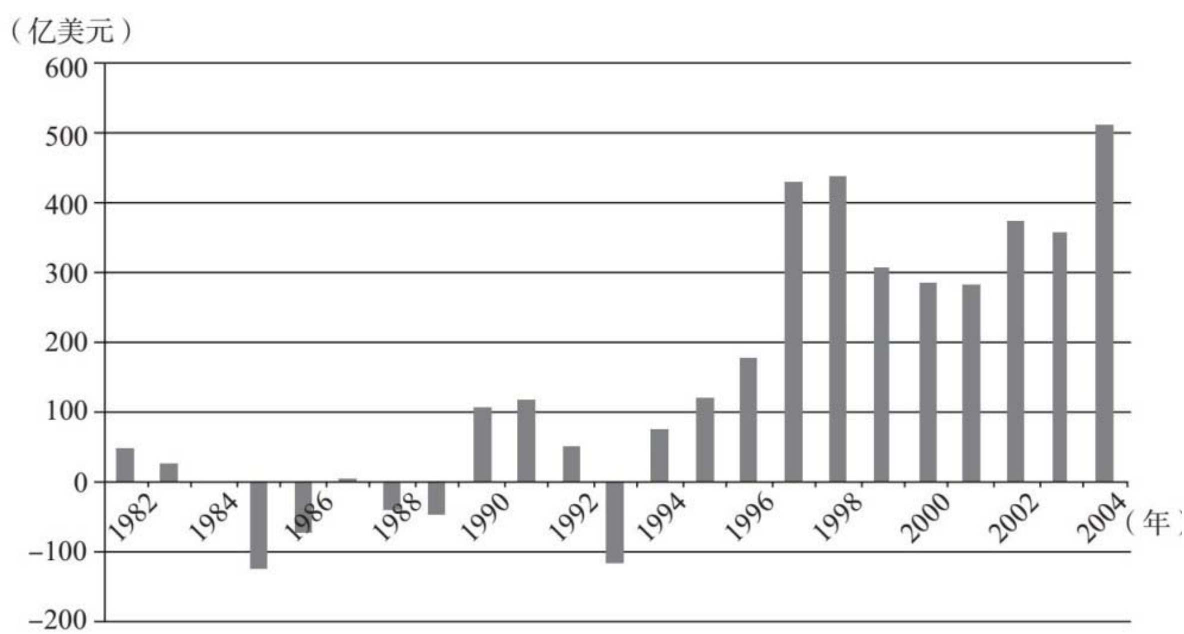


图3.3 1982—2004年我国货物与服务贸易差额

资料来源：国家外汇管理局。

二、亚洲金融危机期间的人民币保卫战

（一）背景

1994年汇率并轨之后，随着国内经济“软着陆”，以市场供求为基础的、有管理的浮动汇率制度运行平稳，人民币汇率稳中趋升，外汇储备持续大幅增加。随着国际收支状况的改善，我国于1996年年底取消剩余经常项目汇兑限制，㊟正式接受《国际货币基金组织协定》第八条款义务，实现了人民币经常项目完全可兑换。

1997年7月2日，泰国失守联系汇率制度，泰铢急剧贬值，并不断蔓延深化，演变成席卷新兴市场的亚洲金融危机。危机触发了货币竞争性贬值。1997年下半年，亚洲新兴市场货币普遍兑美元贬值。受危机引起的风险重估的影响，资本加速流出我国。1997年，我国经常项目顺差大幅飙升，而资本项目顺差骤降近一半，1998年上半年，还出现了进出口顺差、贸易结售汇逆差所谓“贸易顺差不顺收”的情形，全年更是出现了并轨后首次年度资本净流出63亿美元。

在遭受外部冲击的同时，中国经济自身也遭遇困境，经济下行，通缩威胁悄然而至。1998年国企改革、减员增效，年底非私营部门就业较1996年年底减少约2100万个，社会就业压力增加。同年，我国还遭遇了百年一遇的洪涝灾害。

面对“内忧外患”，1998年3月17日，新上任的朱镕基总理在“两会”记者招待会上宣布，必须确保中国经济发展速度达到8%，通货膨胀小于3%，人民币不能贬值。

（二）措施

宏观调控及时转向“保增长”。面对突如其来的国际金融冲击、经济形势逆转，我国及时调整了宏观调控取向，从适度从紧的财政货币政策转向积极的财政货币政策。

宏观调控转向“保增长”给“稳汇率”提出挑战。国内经济下行和通货紧缩压力较大，需要低利率保驾护航，而资本流出形势下稳汇率又需要高利率。既要稳定人民币汇率，又要保持货币政策独立性，无疑需要创造性地使用外汇管制的政策工具。这是1996年实现人民币经常项目可兑换以后，在有国际规则约束下的第一次练兵。

危机期间，我国“稳汇率”的外汇政策包括三个方面：一是加强经常项目购付汇真实性审核，堵塞进口骗购外汇的漏洞；二是进一步收紧资本项下的用汇管理；三是加大对违法违规外汇收支行为的立法和执法力度。

（三）效果

虽然1998—2000年亚洲金融危机期间，我国面临资本外流、汇率贬值的压力，但通过有效实施外汇政策，人民币兑美元汇率基本稳定在8.28左右的水平，直至2005年7月人民币汇改。危机期间，外汇储备余额除个别月份微降外，其他月份总体上升，到2000年年底外汇储备余额达到1656亿美元，较1997年年底增加了257亿美元。随着“9·11”恐怖袭击以后，美元由强转弱，亚洲金融危机平息，人民币汇率保卫战取得全胜，并重归升值通道。

三、认真汲取两次“稳汇率”的成功经验

1994年是人民币弱强转势的重要分水岭。1998年面对亚洲金融危机冲击，我国政府承诺人民币不贬值，最终实现了“稳定汇率、增加储备”的既定目标，是在经常项目完全可兑换的新开放环境下，果断、有力实行外汇管制的成功实践。这两次成功的人民币保卫战具有重要的启示。

第一，政策目标要前后一致。制定政策目标要果断，目标要确定，且不宜随意更改，否则，会增加市场的不确定性。亚洲金融危机期间，我国历经三年之久的资本流出冲击，仍能取得汇率不贬、储备不降的胜利，是由于决策果断，始终坚持人民币不贬值的既定目标，尽管各界对此一直有争议，但官方从来没有松过口。直到2001年亚洲危机基本平息，才开始酝酿人民币与美元脱钩。后因“9·11”恐怖袭击，国际金融形势突变，一直拖延到2005年7月才实施。

第二，手段要与目标相一致。政策目标明确后，出台的政策工具要服务于政策目标，向市场传递清晰的信号，这有助于增强政策公信力，改善政策实施效果。1994年汇率并轨时期，不论是宏观调控政策，还是外汇管理放或收的措施，都是针对鼓励收汇结汇、抑制购汇用汇，形成开源节流、疏堵并举的合力。亚洲金融危机期间，宏观调控“保增长”，外汇管理“稳汇率”，分工明晰。言必信、行必果，提高了人民币不贬值承诺的市场可信度。

第三，思想要进一步解放。首先，要牢牢把握改革开放的主导权。从1994年的经验看，有些政策不合时宜，予以调整（如取消外汇留成和上缴、取消外汇兑换券等），并不妨碍市场化目标的最终实现。其次，要活学活用国际规则和惯例。在走到启用“国际收支保障条款”的危机时刻之前，国际规则和惯例已经给各国预留了巨大的政策空间。例如，经常项目可兑换，允许真实性审核，只要其不造成过分的延误；经常项目可兑换只管兑换不管交易，如果因交易限制而导致兑换的不便，不构成限制；经常项目可兑换只管对外支付和转移，不管对外收入。再如，资本项目可兑换没有国际统一标准和要求，国际组织也允许保留适度的资本管制措施；资本项目可兑换允许出于宏微观的审慎目的，对资本流动实施一定的管理。

---

1. 1996年7月1日，正式将外商投资企业纳入银行结售汇体系，1998年年底正式关闭外汇调剂市场。

第二节
总体强势特征下的人民币汇率政策演变

2005—2013年，我国国际收支持续顺差，人民币也呈现总体强势的特征。这段时期，我国首次明确实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。为了配合人民币汇率机制改革，外汇市场建设也取得了显著进展。在“主动性、可控性和渐进性”原则的指导下，人民币汇率改革稳步推进，汇率制度和政策的调整经受住了2008年国际金融危机的考验。

一、2005年7月重归有管理浮动汇率的改革

（一）背景

1998—2001年，人民币汇率经受了亚洲金融危机冲击的考验，我国政府承诺人民币不贬值，人民币兑美元汇率基本稳定在8.28左右的水平。其间，人民币随着美元兑其他主要贸易伙伴货币汇率升值，到2001年年底，国际清算银行（BIS）编制的人民币名义和实际有效汇率分别较1997年6月升值了21.7%和9.4%。这一时期的人民币汇率被动升值，被认为导致人民币汇率高估，我国为此付出了通货紧缩的代价，人民币实际有效汇率升值幅度远低于名义有效汇率升值幅度。

然而，自2001年年底以来，随着“9·11”恐怖袭击事件爆发，以及美国高科技泡沫破灭，美联储大幅减息，美元由强转弱。到2005年6月底，美元指数较2001年年底下跌了23.7%。2001年下半年起，我国重新恢复资本大量内流，外汇储备持续大幅增加（见图3.4）。2001年第

三季度至2005年第二季度，我国季度平均资本项目顺差202亿美元，较1998年第一季度至2001年第二季度高出13.2倍；除去估值效应后的外汇储备资产（下同）季度平均增加336亿美元，增长10.5倍。

为应对人民币汇率的单边升值预期，2002年以来我国陆续出台了放宽企业购汇和持汇限制、提高个人用汇标准、实行资本项目支付结汇管理等措施，外汇管理框架逐渐从“宽进严出”转向资本流出入“双向均衡”管理。同时，当局重启发行央行票据、提高法定存款准备金率等操作，对冲输入型流动性过剩的影响。这一时期，当局还抓住外汇储备较快增长的有利时机，创造性地运用外汇储备注资，支持国有独资银行充实资本、股改上市。

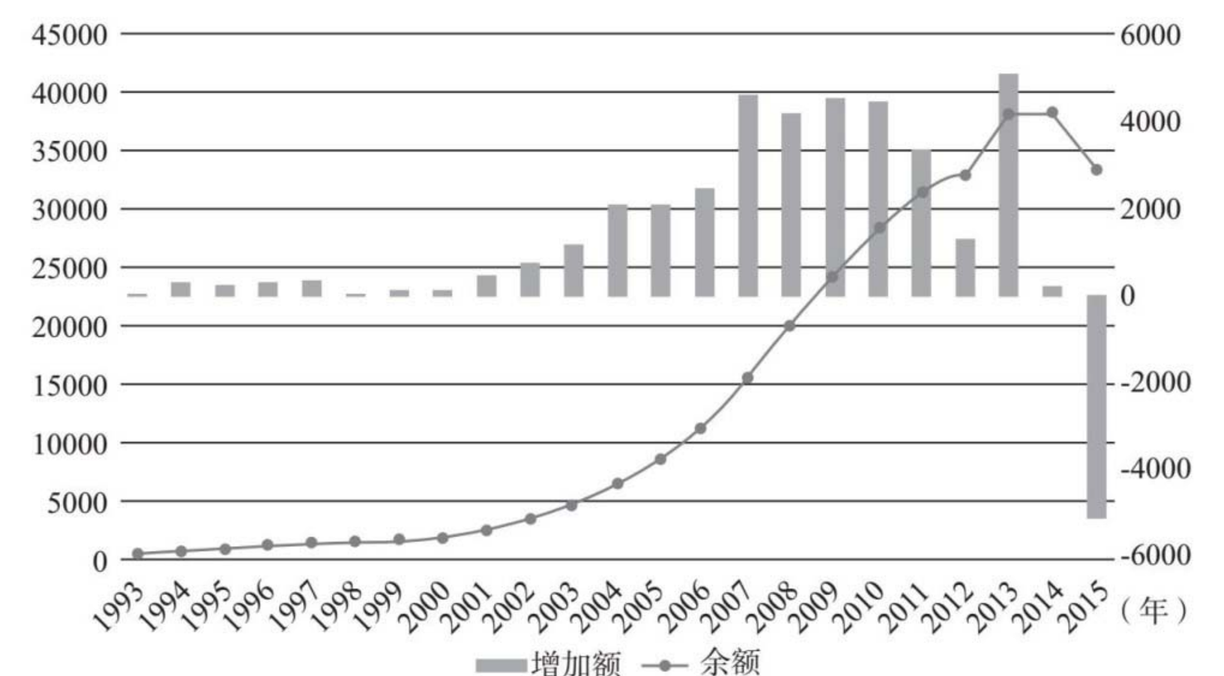


图3.4 1993—2015年外汇储备规模（亿美元）

资料来源：国家外汇管理局。

2001年，我国就开始着手研究人民币与美元脱钩，重归真正的有管理浮动，但因为“9·11”恐怖袭击事件而被延迟。2002年以后，关于人民币汇率摆脱单一盯住美元、实现真正的有管理浮动的讨论就一直不绝于耳。然而，美元贬值、美国股市泡沫破灭、伊拉克战争、“非

典”疫情等内外部重大突发事件造成的不确定性增加，改革被不断延迟。其间，人民币兑美元汇率继续保持基本稳定，甚至从2004年10月起，每天中间价定在8.2765的水平，导致人民币随美元兑其他主要贸易伙伴货币汇率贬值。同期，人民币名义汇率和实际有效汇率分别贬值了13.5%和15.1%。

这一时期的人民币汇率被动贬值，被认为导致了人民币汇率的低估。2002年年底，时任日本财务省主管国际事务的财务官黑田东彦在英国《金融时报》上发表文章，直指中国通过货币操纵，向世界输出通货紧缩，拉开了国际上要求人民币汇率重估的序幕。其后，美国议员叫嚣将中国纳入货币操纵名单，施压人民币汇率重估，否则威胁要对中国实施贸易制裁。

2003年，十六届三中全会重新确定了人民币汇率改革的总体目标，并且对汇率改革和其他金融改革的顺序形成了大致共识，认为在汇率改革之前应该先行完成改革银行部门、放松外汇管制以及发展外汇市场等前期工作（周小川，2005）。2005年上半年，世界经济运行平稳，美元稳步加息，我国经济平稳较快增长，居民消费价格指数相对较低，加之前期工作取得显著进展，汇改的时间窗口终于开启。

（二）内容

2005年7月21日的人民币汇率形成机制改革（以下简称“7·21”汇改）主要包括三个方面：

一是初始汇率的调整。2005年7月21日，人民币兑美元升值2%，即美元对人民币交易价格调整为1美元兑8.11元人民币，这是人民币汇率形成机制改革的初始时刻就做出的一次性调整。

二是汇率调控方式的改革，即实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。人民币汇率不再盯住单一

美元，而是按照我国对外经济发展的实际情况，选择若干种主要货币，赋予相应的权重，组成一个货币篮子，参考一篮子货币计算人民币多边汇率指数的变化，对人民币汇率进行管理和调节。参考一篮子不等于盯住一篮子货币，还将根据市场供求进行调节，形成有管理的浮动汇率。注

三是中间价确定方法的改革。中国人民银行规定将每个工作日银行间外汇市场美元等交易货币对人民币汇率的收盘价，作为下一个工作日该货币对人民币交易的中间价格。

2006年1月3日，中国人民银行发布公告，在银行间外汇市场引入做市商制度，为市场提供流动性，规定中国外汇交易中心于每日银行间外汇市场开盘前向所有银行间外汇市场做市商询价，并将全部做市商报价作为人民币兑美元汇率中间价的计算样本，去掉最高和最低报价后，将剩余做市商报价加权平均，得到当日人民币兑美元汇率中间价，权重由中国外汇交易中心根据报价方在银行间外汇市场的交易量及报价情况等指标综合确定。人民币兑欧元、日元和港币汇率中间价由中国外汇交易中心分别根据当日人民币兑美元汇率中间价与上午9时国际外汇市场欧元、日元和港币兑美元汇率套算确定。

为配合人民币汇率机制改革，中国人民银行和国家外汇管理局之后又相继采取了一系列措施，完善外汇市场建设，充分发挥外汇市场在汇率发现、资源配置和风险管理中的作用：一是在银行间市场丰富交易主体，增加交易品种，引入新的交易方式和制度安排，包括在即期外汇市场引入“两非机构”，开办外汇远期和掉期交易、推出外币对交易，引入询价交易模式和做市商制度，等等；二是在结售汇市场扩大办理主体和业务范围，实施结售汇综合头寸管理；三是进一步放宽汇价和头寸管理，增强银行自主性，包括放松银行间市场交易汇价日波幅管理，取消银行对客户非美元货币挂牌汇价的价差幅度限制，扩大乃至取消美元挂牌汇价的价差区间等。

（三）成效

“7·21”汇率改革后，国内外汇市场保持了平稳运行（国家外汇管理局国际收支分析小组，2006）。一是人民币兑美元汇率保持基本稳定，到2005年年底，人民币兑美元汇率较“7·21”汇率改革当天仅升值了0.5%。二是人民币名义和实际有效汇率分别升值了5.0%和4.9%，这表明从一开始，人民币汇率并没有真正盯住篮子货币进行调节，是外汇供求关系而非篮子货币决定了人民币汇率走势。实际上，人民银行也曾经强调，参考篮子货币是人民币汇率摆脱单一盯住的过渡，方向是要让市场供求在汇率形成中发挥越来越大的作用。三是2005年下半年，资本项目顺差351亿美元，外汇储备资产增加1167亿美元，分别比上半年减少了37.6%和14.1%。显示在单边升值预期下，国际收支、外汇供求失衡状况不仅没有恶化，反而有所改善。

二、2008年全球金融海啸爆发后主动放慢汇率改革

（一）背景

“7·21”汇率改革以来，我国经济平稳快速发展，对外贸易保持快速增长，经常项目顺差大幅攀升。2007年年初，尽管发生了美国次贷危机，但全年我国经济增长14.2%，消费物价指数上涨4.8%，经常项目顺差占国内生产总值的比重达到10%。在此背景下，人民币汇率积累了较大的升值压力，2006年年初至2007年年底，剔除估值效应后的外汇储备资产季均增加933亿美元，较2005年季均增幅高出48%。

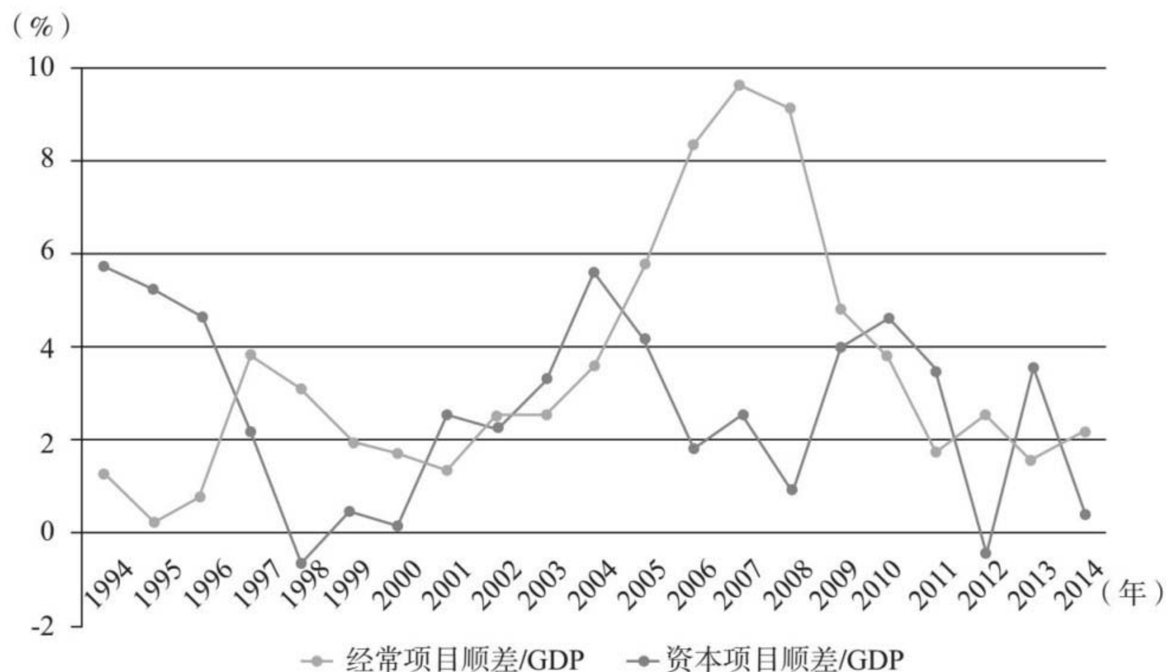


图3.5 1994—2014年我国经常和资本项目顺差占GDP的比重

资料来源：国家外汇管理局；国家统计局。

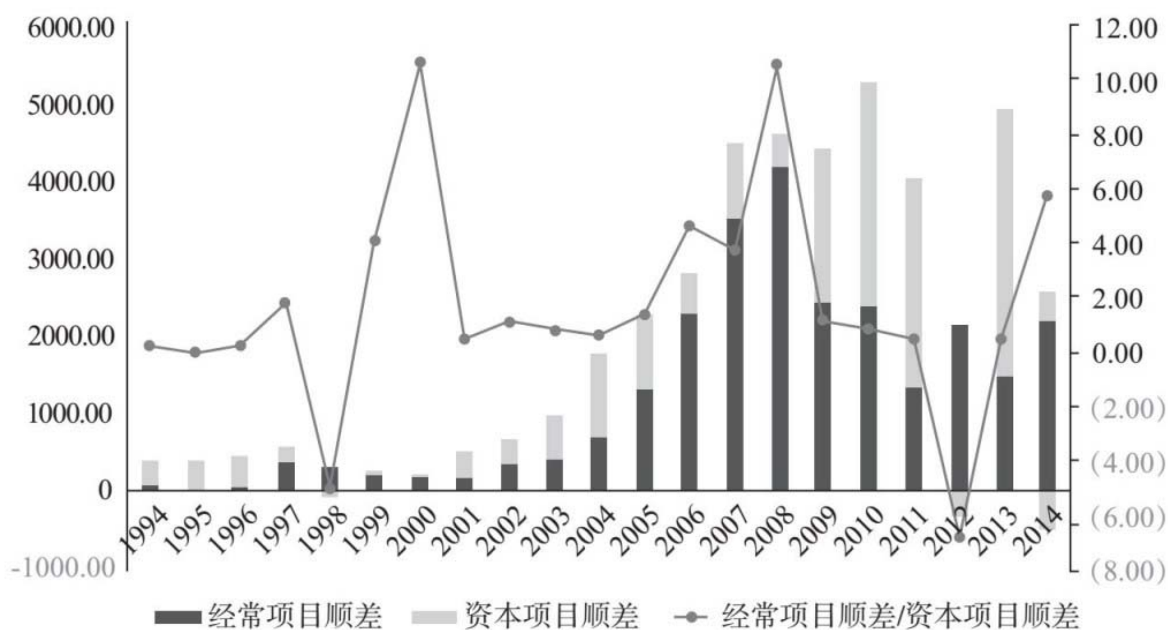


图3.6 1994—2014年国际收支顺差结构（亿美元，年）

资料来源：国家外汇管理局。

2007年年底，中央经济工作会议明确2008年经济工作的主要任务是“两防”，即要把防止经济增长由偏快转为过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀，作为当前宏观调控的首要任务，同时，提出要实施稳健的财政政策和从紧的货币政策。根据这一思路，2007年连续六次加息，将一年期定期存款利率从2.52%升至4.14%，一直持续到2008年9月底；在2007年连续11次提高存款准备金率的基础上，2008年9月底之前又连续6次提高存款准备金率，较2007年年初累计提高了8.5个百分点，达到17.5%。当时外汇管理工作的重点也是防范热钱流入。2008年前三季度，人民币汇率累计升值7.1%，高于2006年升值3.3%和2007年升值6.9%的水平；剔除估值效应的外汇储备资产季均增加1319亿美元，创下当时的历史新高。为此，外汇管理部门开发启用了出口收汇联网核查系统，堵塞贸易渠道的异常资金流入。

美国次贷危机爆发之初，市场普遍认为其影响将主要局限在美国等发达经济体，而新兴市场国家与危机脱钩。2008年9月，美国第四大投资银行雷曼兄弟公司破产，房利美和房地美被接管，美国国际集团（AIG)被救助，次贷危机迅速升级演变为全球金融海啸，世界经济陷入严重衰退。受外部需求放缓和外资流出等影响，多数新兴市场经济体经济增长明显放缓，巴西、俄罗斯、墨西哥、韩国等新兴市场国家货币大幅贬值。9月后，国际金融形势急剧恶化对我国经济的影响逐步显现，经济下行压力明显加大，外汇资金净流入放缓。2008年第四季度，我国资本净流出规模达到468亿美元，较2007年第四季度扩大了76.1%。

随着国际金融市场动荡加剧，2008年9月底起，国内经济尤其是出口增长放缓，境内外市场对人民币汇率的预期逆转，美元兑人民币远期汇率由贴水转为升水。12月初，境外一年期无本金交割的美元兑人民币升水幅度一度高达5角多钱（5000多个基点以上）。

（二）措施

为应对全球金融海啸与世界经济衰退的冲击，我国选择主动放缓汇率改革进程，并适时调整了宏观经济调控目标。

2008年7月，我国将宏观调控的首要任务由“防止经济增长由过快转为过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀”调整为“保持经济平稳较快发展、控制物价过快上涨”。9月，在国际金融形势急剧恶化的背景下，我国转而实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策。12月召开的中央经济工作会议更是明确了2009年的经济工作和宏观调控目标为“保增长、扩内需、调结构”，把保持经济平稳较快发展作为2009年经济工作的首要任务。同时，出台了一系列涉外经济政策，以缓解出口企业的困难，保持对外贸易稳定增长。针对资本流出可能进一步恶化的情况，2009年年初，有关部门拟订了应对预案（国家外汇管理局国际收支分析小组，2009）。

（三）效果

2008年7月至2010年6月汇改重启前，人民币兑美元中间价基本稳定在6.81~6.84，交易价也在此范围内波动。2008年第四季度至2009年第一季度，资本外流最汹涌的时期，尽管我国外汇储备规模在个别月份出现下降，但整体上仍然实现了482亿美元的增长。

这一时期能够实现人民币汇率的基本稳定，主要得益于以下几点。

一是国内经济迅速企稳。尽管外部需求萎缩，2008年年初和2009年年初经济出现了较大下行压力，但受益于财政、货币刺激政策，国内经济在经历了2008年第四季度和2009年第一季度增速分别为7.1%和6.4%的快速探底后，2009年和2010年全年分别增长了9.2%和10.3%。

二是基础性国际收支顺差远大于短期资本外流的规模，外汇总体仍然供大于求。2008年我国基础性国际收支顺差创下历史最高的5354

亿美元，而同期的短期资本外流不到基础性国际收支顺差的15%。2009年和2010年分别为3304亿美元和4236亿美元，尽管较2008年明显下降，但仍远大于短期资本流动的规模。

三是发达经济体货币政策的溢出影响。为应对危机，主要发达经济体推行非常规的货币政策，使得全球呈现低利率、宽流动性，新兴经济体普遍面临资本流入的冲击。与大部分新兴经济体类似，我国这轮资本流出压力持续时间不长，短期资本流出持续到2009年上半年，而整体资本流出仅持续了一个季度，转而受到资金流入和输入性通胀的压力，应对资本集中流出的应急措施未及使用。2010年的资本净流入达到2869亿美元，较2008年的401亿美元，增长了6.2倍。为了抵御输入性通货膨胀，2010年全年，人民银行6次上调存款准备金率并2次上调存贷款基准利率。

2010年6月19日，人民银行发布公告，决定进一步推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性，宣告人民币汇率政策正式率先退出了危机应对的非常规安排。但这只是一次政策宣示，并无实质性的改革举措，不足以称之为“重启汇改”。2010年6—12月，人民币汇率累计升值3.1%；2010年下半年，剔除估值效应后的外汇储备资产增加了2925亿美元，较上半年增长了65%。

三、2012年4月顺势而为的汇率改革

（一）背景

2011年前三季度，我国仍然面临资本大量流入、外汇储备大幅增加的局面。到了2011年7月，美债上限谈判陷入僵局，虽然7月底涉险过关，但8月4日国际评级机构下调了美债信用评级。当时，欧债危机也正从边缘国家向核心国家蔓延，欧债危机进一步恶化。在此背景

下，国际金融市场风险厌恶情绪抬头，大量资金转向避险资产，新兴经济体普遍面临资本外流的风险，我国也不例外。由于缺乏可投资的渠道和产品，人民币显示出趋利资产而非避险资产的特征，承受了资本外流的压力（见图3.7）。

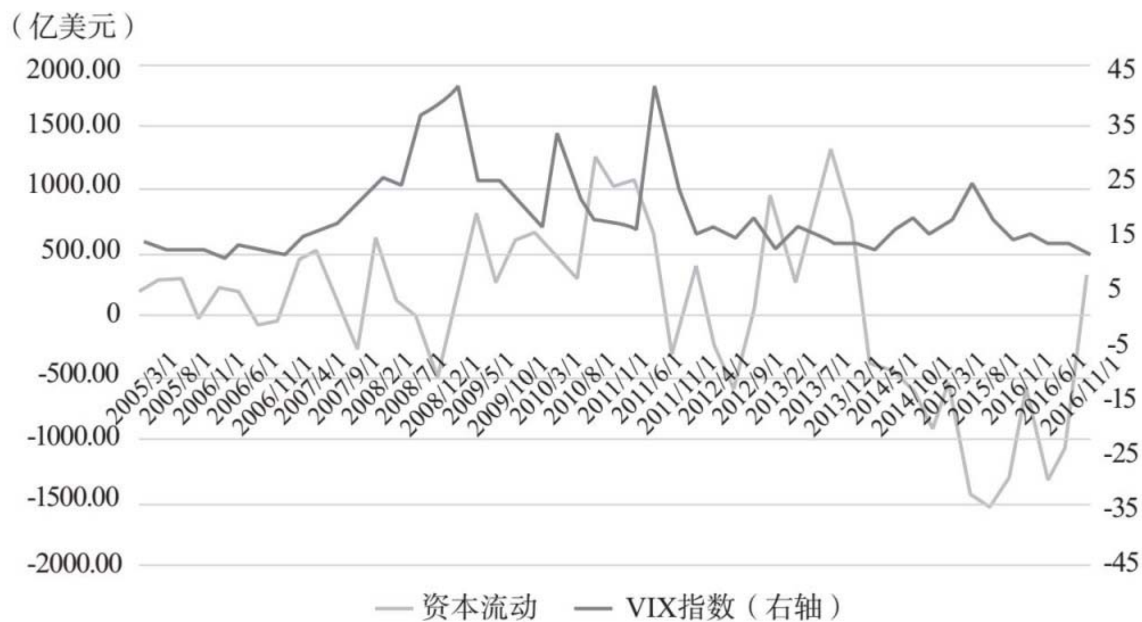


图3.7 我国资本流动和VIX指数

资料来源：路透社；国家外汇管理局。

我国企业纷纷将美元套利交易进行平仓，并且加速了偿还外债的财务操作，表现在结售汇上为结汇意愿明显回落、购汇意愿明显增强，反映在国际收支上为资本项目逆差，以及国际收支整体顺差收窄。受国际收支顺差收窄和企业结（购）汇意愿回落（增强）的影响，2011年11月至2012年10月一年间，银行即远期结售汇差额为净售汇5亿美元，基本实现市场供求自主平衡（见图3.8），迎来了一个进一步推进人民币汇率改革的时间窗口。



图3.8 2010—2014年月度即期结售汇和远期结售汇差额（亿美元）

资料来源：国家外汇管理局。

（二）内容

自2012年4月16日起，中国人民银行将银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由0.5%扩大至1%，将外汇指定银行为客户提供的人民币兑美元现汇买卖差价幅度由1%扩大至2%。作为扩大汇率浮动幅度的配套安排，央行外汇操作方式也做出适应性调整，大幅减少了外汇干预。

2012年4月，为增强银行外汇交易和风险管理的灵活性与主动性，国家外汇管理局发布《国家外汇管理局关于完善银行结售汇综合头寸管理有关问题》，规定银行结售汇综合头寸实行正负区间管理，在现有结售汇综合头寸上下限管理的基础上，将下限下调至零以下。同时，取消了对银行收付实现制头寸余额实行的下限管理。

（三）成效

“4·16”汇改后，我国外汇市场的自求平衡能力增强，市场供求在汇率形成中发挥了更加重要的作用。

2012年年初至4月15日，人民币兑美元中间价和银行间市场人民币兑美元即期汇率波动幅度基本相当，波动率均为0.2%；4月16日至年末，中间价的波动率变化仅为0.3%，而市场汇率的波动幅度却明显扩大，波动率为0.9%，较汇率浮动区间扩大前增长了四倍多。这说明随着汇率浮动区间的扩大，市场汇率灵活性提高，消化和吸收供求冲击的能力相应增强。

另外，在汇率浮动区间扩大前，银行间市场人民币兑美元即期汇率与中间价亦步亦趋，基本重合，而浮动区间扩大后，两者出现明显背离。2012年年初至4月15日，市场汇率较中间价的平均偏离幅度为0.12%，4月16日至年末，平均偏离幅度为0.61%，179个交易日中有116个交易日超过0.5%（见图3.9）。这说明市场汇率对中间价（及其代表的政策指引）依赖度下降，市场供求在汇率形成中的作用增强。

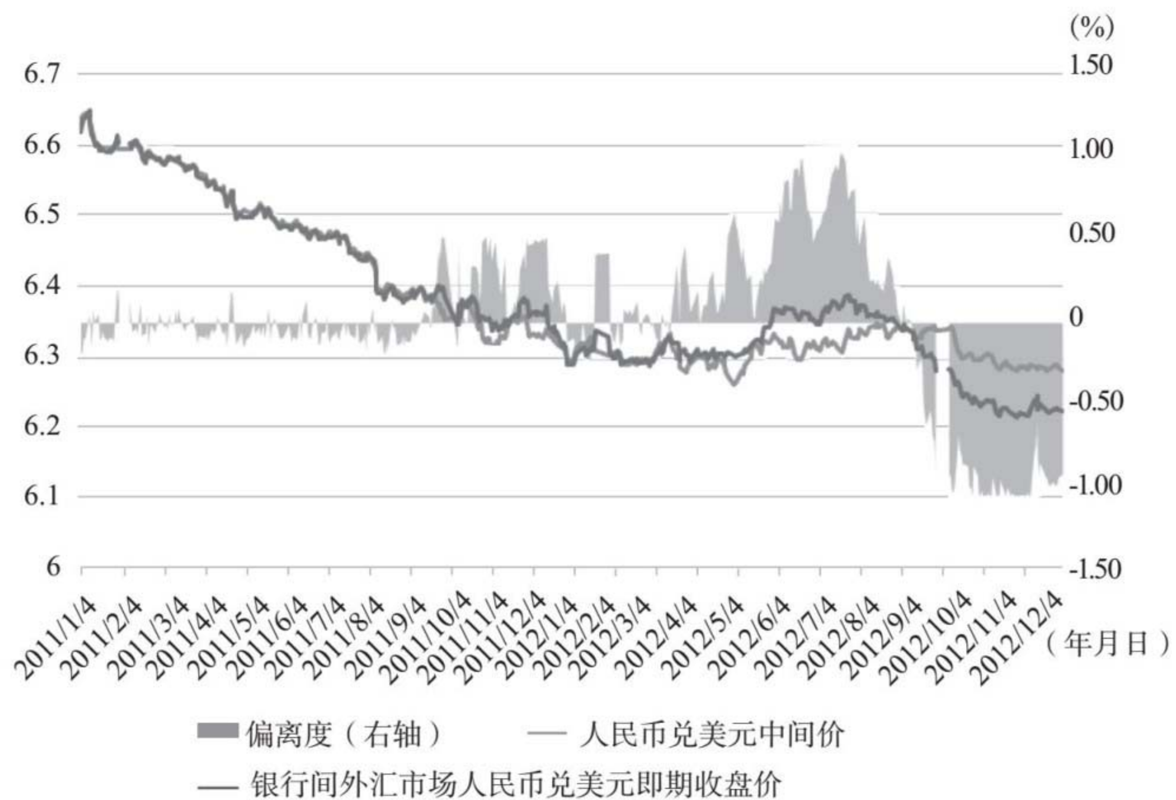


图3.9 2011—2012年人民币兑美元市场汇率和中间价比较

资料来源：路透社。

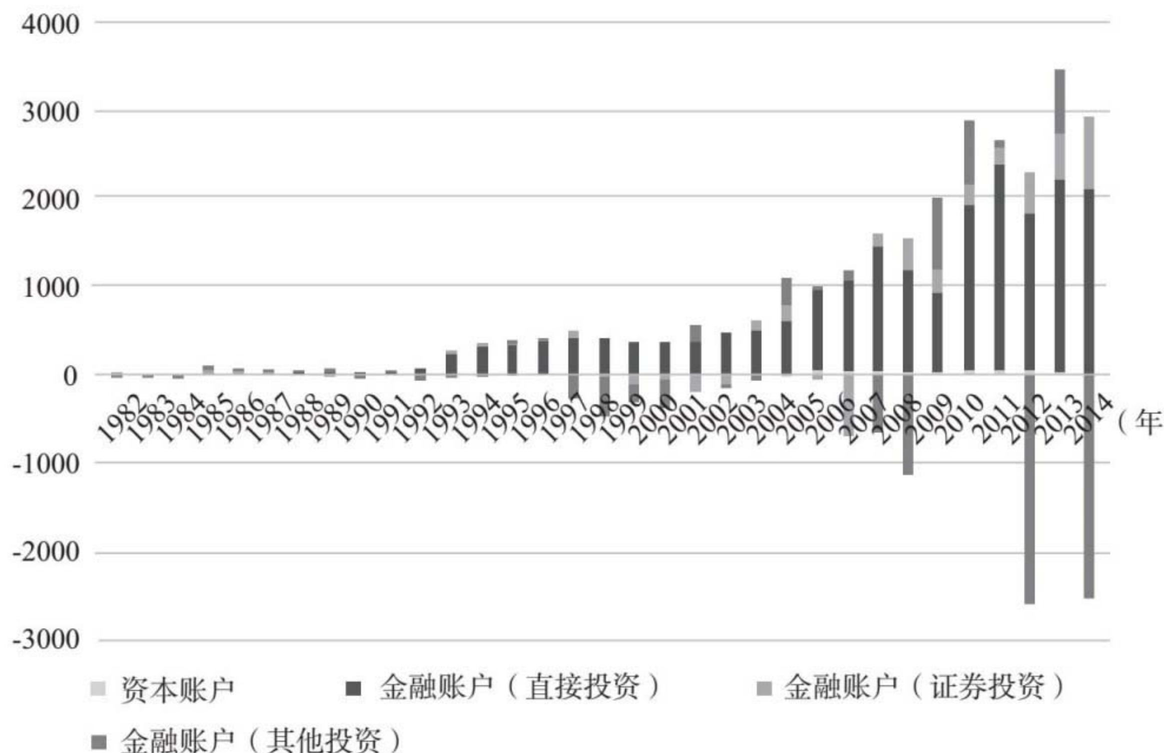


图3.10 1982—2014年资本账户和非储备资产金融账户差额（亿美元）

资料来源：国家外汇管理局。

---

1. 中国人民银行新闻发言人就完善人民币汇率形成机制改革答记者问，http://www.pbc.gov.cn/bangongting/135485/135491/135597/2899673/index.html。

第三节
双向波动时期的人民币汇率政策演变

自2014年以来，资金跨境流动加剧使得人民币汇率的资产价格属性日益明显，预期在人民币市场汇率中扮演了重要的角色。对中国经济增长动能下降的担忧和国际收支的持续顺差为人民币未来的走势提供了截然相反的线索，市场力量推动人民币汇率双向波动成为常态。2014年3月扩大汇率浮动区间后，人民币汇率市场化程度加深和中间价相对稳定之间的矛盾越来越明显，2015年8月的中间价形成机制改革，标志着我国的汇率制度改革进入深水区。

一、2014年3月见证市场力量觉醒的改革

（一）背景

2011年第四季度至2012年第三季度，我国出现了一波资本外流，但第四季度开始重现大量的资本流入。2013年，尽管受美联储量化宽松货币政策退出预期的影响，许多新兴经济体经历了一轮集中的资本流出、储备下降和汇率贬值，但我国依然面临资本大量流入、人民币单边升值的压力。2013年，外汇储备余额增加了5097亿美元，增幅达到历史最高；人民币兑美元汇率升值了3.1%。

2014年年初，很多人都认为人民币会继续升值，人民币兑美元汇率经历了一轮快速的升值，市场汇率一度升至6.04，许多人憧憬看人民币汇率进入5时代。

（二）内容

自2014年3月17日起，中国人民银行将银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由1%扩大至2%，将外汇指定银行为客户提供当日美元最高现汇卖出价与最低现汇买入价之差不得超过当日汇率中间价的幅度由2%扩大至3%。

同年7月2日，国家外汇管理局宣布取消银行对客户美元挂牌买卖价差限制，银行可基于市场需求和定价能力对客户自主挂牌人民币兑各种货币汇价，银行所有挂牌汇率浮动区间限制全部取消。

（三）成效

人民币汇率弹性明显增强，双向波动初步形成。2014年汇改进一步扩大人民币浮动区间后，人民币汇率一改年初的单边升值走势，境内外人民币兑美元中间价和市场汇率同时走低，5月—11月初反弹至扩大波幅之前的水平，之后受资金大量跨境流出的影响，人民币兑美元汇率又转为贬值，总体呈现有涨有跌的双向波动格局。同时，2014年4月以后，境内外人民币兑美元交易价出现时强时弱的交替变化，两者价差大幅收敛，自第一季度的174个基点下降到第二季度的37个基点（见图3.11），说明汇率形成市场化程度提高，人民币汇率短期内上涨或下跌成为常态，人民币汇率趋向合理均衡。

外汇供过于求的矛盾得到明显缓解。银行即期结售汇由年初较大顺差转为逆差。2014年第一季度，外汇市场供过于求的矛盾较为突出，银行结售汇顺差达到1592亿美元的历史最高水平。在国内外经济金融形势变化、人民币汇率市场化形成机制改革取得较大进展等因素推动下，第二季度外汇净流入压力大大缓解，当季结售汇顺差降至290亿美元，同比和环比分别下降21%和82%。第三季度，结售汇转为逆差160亿美元，四季度逆差环比上涨1.9倍至465亿美元。全年，银行结售汇顺差1258亿美元，较2013年下降53%。银行远期结售汇由大量净

结汇转为基本平衡。2014年前5个月，远期结售汇签约连续顺差，但月均顺差规模由1—2月的240亿美元降为3—5月的17亿美元。6月份以后，远期结售汇顺逆差交替出现，但绝对规模均不大，月均顺差4亿美元。全年，远期结售汇签约顺差为561亿美元，较2013年下降58%（管涛，2015）。

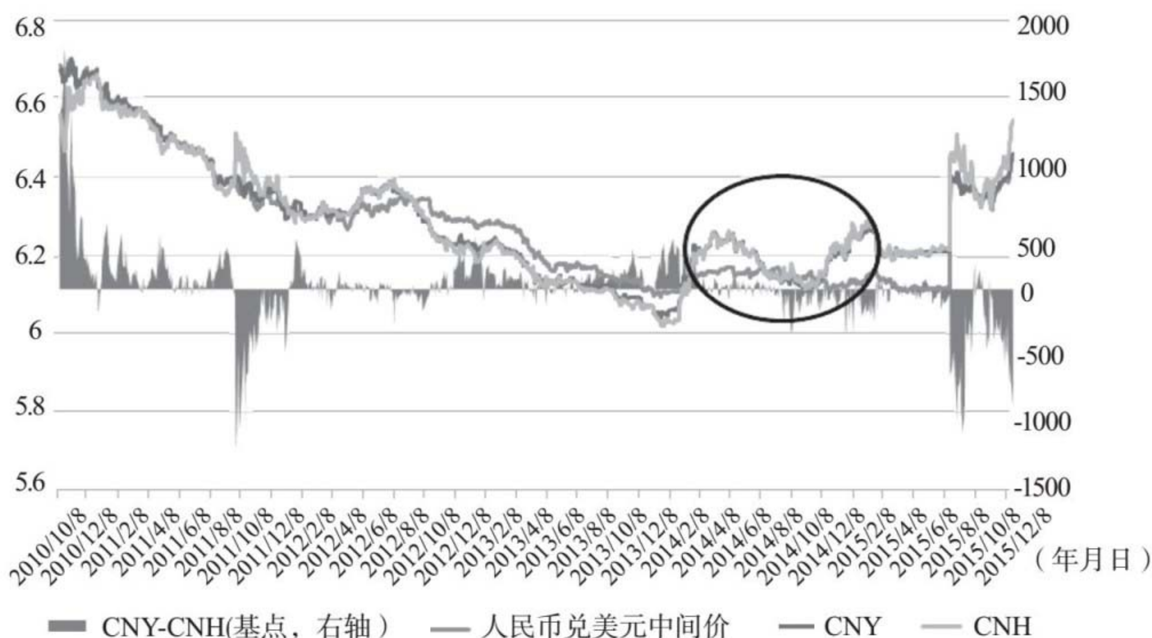


图3.11 2014年扩大波幅后人民币双向波动形成

资料来源：路透社。

（四）评价

“3·17”汇改揭开了人民币汇率由单边升值转向双向波动的序幕。市场猜测，是非市场的力量导致了这种变化。但我们认为，汇改后人民币汇率出现双向波动，主要的决定因素不是非市场力量，而是因为市场积累了人民币汇率双向调整的基础。

从宏观上来讲，经常项目占GDP比重从2007年的近10%逐步回落到2012年的2.5%，而在2013年这个数据只有1.5%。经常项目占GDP比重可以反映汇率的均衡状况，±4%以内都表明汇率水平基本合理。这

说明2007年以来人民币汇率的低估状况已经得到了明显改善。2012年开始，国际货币基金组织对于人民币汇率水平的评估结论已经从“显著低估”转为“温和低估”。[注]当汇率趋向均衡后，就容易改变汇率的单边走势，所以，这从宏观上创造了人民币汇率浮动的条件。

从微观上来看，资本流动影响加大，也为汇率的双向浮动奠定了基础。2014年第一季度，国际收支口径的外汇储备资产增加了1258亿美元，其中7%来自于经常项目顺差，93%来自于资本项目顺差。这表明储备增加、汇率升值的压力主要来自于资本流动，也就意味着汇率不是由贸易收支状况决定的，而更多具有资产价格属性。资产价格和商品价格之间最大的差别是，资产价格容易形成超调，就是过冲。心理预期、价格重估等非流量、非交易因素对汇率的影响加大。并且，这些因素在不同的时期，对人民币汇率的走势发挥着不同的作用，使人民币汇率短期出现上下波动。

同时，从2013年下半年开始，在外汇市场上，人民币兑美元的远期汇率已经逐渐从升水变成了贴水，即从升值变成贬值。但这并不意味着贬值预期——在汇率平价理论下人民币是高息货币，所以，远期来看美元兑人民币是升值的。2013年下半年开始，市场上的汇率升值预期已经消退。前面提到，2013年外汇储备增加了5000多亿美元，这意味着现货市场上人民币有很大的升值压力，但是远期市场上已经没有了人民币升值预期。这是微观上出现的重要变化。从这个意义上来讲，当时市场已经孕育了人民币汇率调整的微观基础。

事实上，我国外汇市场已经进入多重均衡状态，即在贸易仍然顺差、人民币是高息货币的情况下，资本既可能流入也可能流出，人民币既可能升值也可能贬值（管涛，2014）。这和过去汇率明显高估或低估情况下容易形成单边预期不同，现在汇率很容易受市场情绪的驱动，可能在多空之间频繁变换，而与经济基本面变化并无必然关系。

二、2015年8月逆势而上的汇率改革闯关

（一）背景

2015年，国际经济金融形势复杂，美国经济尚处于复苏过程中，市场预计美联储将在年内加息，导致美元继续走强。受资金外流和国内经济增长放缓的困扰，新兴市场经济体货币大多经历了大幅贬值。尽管我国面临和其他新兴经济体类似的经济下行压力，且上半年采购经理人指数、出口、工业增加值等数据都低于预期，人民币兑美元中间价却仍然保持基本稳定。2014年7月—2015年7月，美元指数上涨22%，人民币兑美元汇率中间价反而升值了0.8%。根据国际清算银行测算，2014年7月—2015年7月，人民币名义有效汇率和实际有效汇率分别升值14.3%和14.6%，这积累了一定的人民币贬值压力。

长期以来，人民币汇率中间价在引导市场预期、稳定汇率方面发挥了重要作用。但中间价的相对稳定和较强的人民币贬值预期，导致人民币汇率中间价与市场汇率间出现了较大幅度的偏离，不仅影响了中间价的基准地位和权威性，也使得市场汇率动辄“跌停”，制约了人民币汇率弹性的改善。2015年上半年，人民币兑美元中间价与市场汇率的偏离度均值达到1.48%，较2014年同期的0.95%上升了0.5个百分点。这可能构成2015年11月底IMF审查将人民币纳入特别提款权（SDR）篮子货币的技术障碍（见专栏3-1）。

人民币可兑换国际化进程的加快，意味着资金的跨境流动更加便利，在客观上要求增强人民币汇率弹性。2015年3月底，中国人民银行行长周小川在中国发展高峰论坛上明确表示，年内要实现人民币资本项目完全可兑换。隔月，在国际货币基金组织和世界银行春季年会上，周小川又进一步阐述要实现“有管理的可自由兑换”。2015年6月，国内股票市场的剧烈震荡一度引起海内外对于中国有可能放缓对外开放步伐的担忧。然而，从7月以后密集出台的加快国内银行间债券市场

开放、扩大境内商品期货市场外资准入等措施来看，我国仍在按既定路线图和时间表推进改革开放的步伐。

此外，人民币汇率中间价改革已成为汇率形成市场化的核心环节。如果“8·11”汇改不是优化汇率中间价报价机制，而是扩大汇率浮动区间的话，其结果将会是造成人民币汇率交易价格相对于中间价的进一步偏离，若持续偏离2%以上，就涉嫌构成双重汇率安排，违背《国际货币基金组织协定》第八条款义务。

总之，无论从市场环境还是政策目标看，对中间价的市场化程度以及基准性加以调整已经势在必行。

专栏3-1 人民币加入SDR改变了什么？

一、国际货币基金组织对于人民币纳入SDR的评估

国际货币基金组织（即IMF，以下简称“基金组织”）每五年对特别提款权（Special Drawing Right，SDR）展开一次评估，评估一个新的货币是否能纳入SDR的关键标准有两个：一是出口的国际市场份额，二是“自由使用”货币。人民币在2010年评估时已经达标出口国际市场份额标准，2015年中国的出口国际市场份额进一步提高，人民币是否能纳入SDR的关键是“自由使用”标准。

“自由使用”概念需要从两个层次理解。第一个层次，“自由使用”包括两个内容，一是在国际经济交易中广泛使用，二是在主要国际外汇交易市场中广泛使用。第二个层次，也是没有被充分理解的层次，SDR篮子货币能够“自由使用”的目的在于基金组织成员国可以使用该货币直接地满足国际收支调节的需要，即国际经济交易中广泛使用；以及该货币可以间接地满足国际收支调节需要，即可以在主要国际外汇市场交易中广泛使用，使用该货币不会伴随来自汇率变化的显著的负面影响。根据“自由使用”的定义，并不要求SDR

篮子货币是完全的自由可兑换货币，也不对该货币的汇率制度有要求，而只是要求该货币能够被基金组织成员国的中央银行类机构便利地在国际上使用和交易该货币，满足调节国际收支的需要。这也是储备货币职能的核心意义所在。

基金组织和国际清算银行采取量化方式考察了人民币的“可自由使用”程度，以此作为人民币是否纳入SDR的参考依据。如上所述，“可自由使用”包括了国际经济交易中的广泛使用和国际外汇市场交易中的广泛使用。国际经济交易中的广泛使用程度主要体现为以下三个指标：（1）人民币在官方外汇资产中的比重；根据基金组织的调查，38个国家报告在官方外汇资产中持有人民币资产，占全部官方外汇资产的1.1%。（2）国际银行业负债；国际清算银行最新报告显示截至2014年人民币计价的国际银行存款占全部存款的1.9%。（3）未清偿的人民币国际债券；人民币计价国际债券在2015年第一季度占全部国际债券的0.6%，2010年这个比重是0.1%。

除了上述三个主要指标，其他辅助参考指标还包括：（1）新发行国际债券；国际清算银行统计人民币计价新发行国际债券份额是1.4%。（2）SWIFT跨境结算；2014年第二季度到2015年第一季度的人民币跨境结算份额是1%。（3）SWIFT贸易融资；2015年1季度人民币计价的信用证份额是3.8%。

国际外汇市场交易中的广泛使用主要体现为该货币在外汇市场中的交易量。国际清算银行统计显示人民币的外汇市场交易规模在全部外汇市场交易规模中的占比从2010年的0.4%（平均日交易340亿美元）上升到2015年的1.1%（平均日交易1200亿美元）。人民币的外汇交易主要在亚洲地区，在欧洲和北美地区也在快速增长。

二、人民币加入SDR的准备工作

近年来人民币“自由使用”程度大幅度提升，基金组织和国际清算银行的调查分析结论也对此表示认同。除了满足了“自由使用”条件，人民币加入SDR还有一些操作性问题需要中国与基金组织协助

解决（IMF，2015a）。中国2015年采取了一系列措施解决上述问题，具体包括以下几个方面：

境外中央银行类机构（包括境外中央银行、货币当局、其他官方储备管理机构、国际金融组织以及主权财富基金）可以进入国内银行间债券和外汇交易市场。具体内容涵盖在2015年7月《中国人民银行关于境外央行、国际金融组织、主权财富基金运用人民币投资银行间市场有关事宜的通知》和2015年11月《关于境外中央银行类机构投资银行间市场外汇账户管理有关问题的通知》两份通知中。这两份通知使境外中央银行类机构可以利用人民币在岸市场更自由地使用和交易人民币，目的是使人民币更符合国际储备资产标准，更符合可自由使用标准。

人民币纳入SDR以后会带来SDR的价值变化。确定SDR兑美元的汇率和SDR利率，均需要合适的人民币兑美元汇率和利率。自2015年8月24日起，中国在每个交易日公布了5个人民币参考汇率。[注]经中国和基金组织协商，最终选择下午3点的人民币基准汇率作为SDR计价采用的人民币/美元汇率，选择这个价格的两个原因分别是这个时点的市场流动性最充裕，以及这个时点最接近伦敦外汇市场开盘时间，有助于减少两个市场的价差。另外，中国财政部于2015年第四季度开始每周发行一期三个月贴现国债，每期100亿元人民币。此举满足了SDR利率在其构成货币三个月国债利率基础上形成的标准。

此外，中国采纳国际货币基金组织数据公布特殊标准（SDDS），建立人民币跨境支付体系（CIPS），延长银行间外汇交易时段至晚上11点30分（可覆盖欧洲交易时段），都可以视为人民币国际化进程中的重要基础建设措施。这些措施对于人民币纳入SDR有利，但并不必然视为针对人民币加入SDR而采取的措施，基金组织对于这些内容并没有特别提出和要求。

基金组织对人民币纳入SDR的评估报告中，没有提到汇率形成机制改革和资本项目开放，当前汇率形成机制和资本相关管理政策环境下并不妨碍人民币成为“自由使用”货币，也不妨碍人民币发挥国际储备货币的职能。但是，“8·11”汇改，优化人民币汇率中间价报价机制，增强中间价的市场化程度和基准地位，确实为人民币入篮消除了汇率方面的技术障碍。

三、人民币纳入SDR的影响

人民币加入SDR短期内对市场没有显著影响，不会因此显著放大资本流出或者流入，也不会因此放大人民币汇率波幅。人民币纳入SDR后，会增加中央银行类机构和国际组织对人民币资产的需求，有些需求是出于多元化外汇储备的资产币种和投资工具，有些需求是出于规避SDR汇率风险（主要针对那些有SDR负债或者代管中央银行类机构的外汇储备资产管理）。这些需求在短期内对市场的影响很有限。剔除中国以后的国际外汇储备规模大概7.5万亿美元，人民币加入SDR后，假定人民币在全球外汇储备资产中的比重从1%上升到3%，这会带来对人民币资产1500亿美元的需求，假定这部分需求在3~5年内实现，每年的新增人民币资产需求在300亿~500亿美元。这对于当前中国的外汇市场交易的影响很小，也谈不上对跨境资本流动显著的冲击。

有境外投资机构和市场人士认为，人民币纳入SDR后会引发人民币贬值。其中的逻辑是货币当局为了让人民币纳入SDR而不贬值，一旦人民币纳入SDR以后就可以让人民币贬值了。这个逻辑的错误之处在于人民币升值或者贬值与人民币是否纳入SDR没有联系，基金组织对于人民币纳入SDR的审核报告中从未谈及人民币估值和人民币汇率形成机制问题。

对人民币汇率贬值和资本外逃的各种担心的根源在于当前人民币汇率形成机制的缺陷，与人民币是否纳入SDR无关。近一年来中国资本外流急剧放大，市场从对人民币升值的预期转换为贬值的预

期。资本外流的去处，一是偿还外债，二是增持外汇资产。前者修正了企业部门的资产负债表在人民币单边升值预期下积累的货币错配，降低了企业今后面临的汇率风险；后者满足了企业和居民资产配置多元化的需要。截至目前，这些资本外流背后的动机合理，并且没有产生威胁宏观经济稳定的负面效果。而真正需要担心的问题是人民币贬值预期加剧和由此引发的更大规模的资本外逃。市场不断质疑当前由货币当局主导的汇率水平是否合理，贬值预期和资本外流也由此而生。化解人民币贬值预期和资本外逃压力的最好办法是采取更富有弹性的浮动汇率，让市场化的汇率价格杠杆自发地调节资本外流，化解贬值预期。基金组织关于SDR的审核报告中，人民币升值还是贬值预期、中国资本流入还是流出与人民币是否纳入SDR都没有直接联系。

人民币加入SDR增加了国际社会对人民币计价资产的信心，利在长远，人民币也因此肩负新的国际责任。人民币加入SDR，是全球范围内的官方组织对人民币作为国际储备货币地位的认同。官方和非官方投资者的资产配置中将更多考虑人民币资产，有利于人民币国际化程度提升。SDR也将因为人民币的纳入而更具有代表性，这对于SDR价值的稳定和提升SDR作为储备货币资产的吸引力也有帮助。长远来看，人民币纳入SDR以后，国际投资者对于人民币的关注度更高，利益融合将更紧密，这对中国的政府治理能力、法治建设以及政策透明度等方面提出了更高的要求。

（张斌）

（二）内容

2015年8月11日，人民银行宣布完善人民币汇率中间价形成机制（以下简称“8·11”汇改），规定做市商在每日银行间外汇市场开盘

前，参考上日银行间外汇市场收盘汇率，综合考虑外汇供求情况以及国际主要货币汇率变化向中国外汇交易中心提供中间价报价。

2015年12月11日，中国外汇交易中心公布了CFETS人民币汇率指数、BIS货币篮子人民币汇率指数以及SDR货币篮子人民币汇率指数三大篮子指数。其中CFETS人民币汇率指数参考CFETS货币篮子，具体包括中国外汇交易中心挂牌的各人民币对外汇交易币种，样本货币权重采用考虑转口贸易因素的贸易权重法计算而得。样本货币取价是当日人民币外汇汇率中间价和交易参考价。指数基期是2014年12月31日，基期指数是100点。

2016年第一季度的《中国货币政策执行报告》在专栏中首次阐述了“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”的人民币兑美元汇率中间价形成机制，即做市商在进行人民币兑美元汇率中间价报价时，需要考虑“收盘汇率”和“一篮子货币汇率变化”两个组成部分（中国人民银行货币政策分析小组，2016a）。其中，“收盘汇率”是指上日16时30分银行间外汇市场的人民币兑美元收盘汇率，主要反映外汇市场供求状况。“一篮子货币汇率变化”是指为保持人民币兑一篮子货币汇率基本稳定所要求的人民币兑美元双边汇率的调整幅度，主要是为了保持当日人民币汇率指数与上一日人民币汇率指数相对稳定。具体来看，每日银行间外汇市场开盘前，做市商根据上一日一篮子货币汇率的变化情况，计算人民币兑美元双边汇率需要变动的幅度，并将之直接与上日收盘汇率加总，得出当日人民币兑美元汇率中间价报价。这样，人民币兑美元汇率中间价变化就既反映了一篮子货币汇率变化，又反映了市场供求状况。

2016年年底，交易中心发布CFETS人民币汇率指数货币篮子调整规则。宣布自2017年起，交易中心按年评估CFETS人民币汇率指数的货币篮子，并根据情况适时调整篮子的构成或相关货币权重。交易中心于2017年1月1日完成首期货币篮子调整，CFETS篮子货币数量由13

种变为24种。同时，由于2016年10月1日人民币正式加入SDR货币篮子，IMF对SDR货币篮子权重进行了调整，交易中心据此相应调整2017年参考SDR货币篮子的人民币汇率指数的篮子货币权重。

2017年2月，为了避免美元指数的日间变化既反映在“收盘汇率”中，又在“一篮子货币汇率变化”里重复计算，中间价对“一篮子货币汇率变化”的参考时段由24小时调整为15小时，即从下午16时30分开始计算到早上7时30分。(注)

2017年5月，外汇市场自律机制汇率工作组考虑在人民币兑美元汇率中间价报价模型中引入逆周期因子。(注)主要考虑是，按照原有“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”机制，在美元指数出现大幅波动的情况下，美元兑人民币汇率呈现出的趋势主要取决于美元指数的走势，而没有体现经济基本面的情况。针对这一问题，外汇市场自律机制汇率工作组建议在中间价报价模型中增加逆周期因子，主要目的是适度对冲市场情绪的顺周期波动，缓解外汇市场可能存在的“羊群效应”，以及更好反映国内经济基本面的变化。

专栏3-2 篮子？供求？浅议“8·11”汇改后人民币汇率的影响因素

“8·11”汇改初期，人民币与美元“脱钩”，市场对人民币汇率的新分析框架尚未建立，受不确定性和贬值预期的双重影响，人民币出现了大幅波动。为了稳定市场预期，2015年12月11日，中国外汇交易中心公布了CFETS人民币汇率指数、BIS货币篮子人民币汇率指数以及SDR货币篮子人民币汇率指数三大篮子指数，并先后在中国货币网发布特约评论员文章强调“观察人民币汇率要看一篮子货币”、“人民币汇率具备对一篮子货币保持基本稳定的基础”。这是我国开始实行“以市场供求为基础，参考一篮子货币，有管理的浮动汇

率制度”以来，首次公布篮子货币的构成和数据。2016年年底，交易中心发布CFETS人民币汇率指数货币篮子调整规则，并于2017年1月1日进行了首次调整。

一、参考一篮子货币和篮子货币汇率制度存在本质区别

篮子货币的汇率制度由来已久，国际上有采用篮子货币的成功案例，如新加坡。对篮子货币汇率制度的成本和收益，国内外众多学者也进行过深入研究。篮子货币汇率制度的目的是在浮动汇率下寻求汇率的相对稳定。各种货币不同的权重会得到不同的汇率调整幅度，如何确定篮子中各种货币的权重是盯住一篮子汇率制度的关键，体现了不同的政策关注点。作为盯住汇率制度的一类，一篮子货币政策仍然面临“不可能三角”的考验，为了稳定篮子汇率，货币政策的独立性和资本的自由流动都会受到一定程度的限制。

我国的“参考一篮子货币”和一般意义上的篮子汇率制度存在本质区别，即不是以篮子货币稳定作为目标，而是作为审慎调整的手段，旨在避免由于美元指数过度波动而造成的人民币相对非美货币的被动升贬值。“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”的人民币兑美元汇率中间价形成机制同时考虑到了市场供求和国际主要货币汇率变化等多方面的因素。

二、现行国际货币体系决定了“参考一篮子货币”具有重要意义

目前，全球跨境经济活动大部分以美元计价和结算。以跨境贸易为例，两个国家的企业以美元作为计价货币签订合同，并以美元结算，进口国将本国货币兑换成美元支付给出口国，出口国收到美元后再兑换为本国货币。这种情况下，两国的国际收支分别影响美元兑本国货币的汇率，而两国货币之间的汇率则通过对美元汇率交叉计算。如果美元价格非常稳定，那么现行货币体系是稳定而高效的。但是，当美元价格由于其国内经济环境、货币政策等原因发生

剧烈波动时，则可能由于各国货币兑美元汇率弹性的不同，导致非美货币间汇率发生与双边经济无关的剧烈波动。对于此套体系的不足，各国试图采用各种方式加以改善，包括欧洲国家建立欧元区，我国发展直接交易等，其实都是在试图建立现行体系以外的平衡体系。就我国而言，我国的对外经贸活动主要以美元计价，外汇市场供求的变化也主要反映在人民币兑美元汇率的升贬值上，而人民币兑非美货币的汇率，则主要根据人民币兑美元汇率以及美元兑非美货币汇率套算得出。2008年金融危机后，美元波动加剧，而人民币兑美元仍相对稳定，造成人民币兑非美货币脱离供求状况的被动升贬值。以2014年为例，2014年我国的即远期结售汇顺差为856亿美元，较2013年的3259亿美元大幅下降，人民币兑美元汇率基本稳定，略贬值0.4%，变动幅度基本反映了当时趋于均衡的市场供求状况。然而，BIS公布的人民币名义和实际有效汇率却分别升值了6.3%和6.1%，以我国当时外汇市场的实际供求来看，人民币有效汇率不应该升值这么多，之所以出现这么大的升值幅度，是因为美元指数在2014年大幅升值12.6%。“8·11”汇改后，上述问题得到了改善。以2015年为例，2015年第四季度，我国即远期结售汇逆差为1637亿美元，较第三季度的2548亿美元下降了35.8%，外汇供求不平衡的状态有所改善，但人民币对美元贬值幅度却达到2%，这有效地抵消了美元指数升值2.5%对人民币有效汇率的影响。

2017年2月，“一篮子汇率变化”的参考时段由24小时调整为15小时。5月，外汇市场自律机制汇率工作组考虑在人民币兑美元汇率中间价报价模型中引入逆周期因子。这些对人民币兑美元中间价形成机制的微调都是为了引导市场在汇率形成中更多地关注宏观经济等基本面情况，使中间价报价更加充分地反映我国经济运行等基本面因素，更真实地体现外汇供求和一篮子货币汇率变化。

三、一篮子货币的本质核心仍然是市场供求

从短期而言，强调人民币具备对一篮子货币保持基本稳定的基础，能够在汇改初期稳定人民币汇率预期，但长期而言，“8·11”汇改中对篮子货币的阐释，更重要的作用是在建立观察人民币汇率的新视角，摆脱以美元为核心的货币体系的干扰，指导参与者关注人民币对更多双边经贸往来密切国家的货币，特别是非美货币汇率。同时公布三种篮子货币供参与者选择，即是在传达这样一种信号，参与者可以根据自身经济贸易情况，选择关注货币的不同权重。例如，如果某个企业和欧盟企业有长期的贸易往来，那么就应该更关注人民币兑欧元汇率的变化以及市场供求对该汇率的影响。参考一篮子货币的背后仍然是市场供求，是更加接近实际情况的市场供求，而非以美元为核心的货币化的市场供求。

将一篮子货币理解为盯住篮子货币的汇率制度是对现行汇率制度的误读。首先，市场化是人民币汇率改革的方向，篮子汇率制度与市场化方向是背道而驰的；其次，维持篮子的稳定本身很难做到，长期内无法保证篮子稳定的供求基础；最后也是最关键的一点，汇率不应该设定外生目标，应该始终坚持内部均衡决定外部均衡，特别是在我国经济的转型阶段，汇率一定要具备充足的弹性，才能在加强对外经贸往来的同时保证货币政策的独立性。

为了抑制投机性交易，防止顺周期行为和“羊群效应”，中国人民银行还采取了以下宏观审慎措施：一是完善外汇流动性宏观审慎政策，中国人民银行分别于2015年8月底以及9月中旬对银行远期售汇以及人民币购售业务采取了宏观审慎管理措施，要求金融机构按其远期售汇（含期权和掉期）签约额的20%缴存外汇风险准备金，并提高了跨境人民币购售业务存在异常的个别银行购售平盘手续费率[注]；二是扩大全口径跨境融资宏观审慎管理试点，人民银行于2016年1月25日面向27家银行类金融机构和在上海、广东、天津、福建四个自贸区注册的企业扩大本外币一体化的全口径跨境融资宏观审慎管理试点，将市

场主体的借债空间与其资本实力和偿债能力挂钩；三是加强对人民币跨境资本流动的宏观审慎管理，2016年1月25日起，人民银行对境外金融机构在境内金融机构存放执行正常存款准备金。[注]同时，监管部门还加强了跨境资金流出的真实性、合规性管理。2016年11月，人民银行对境内企业人民币境外放款业务进行了规范。11月与12月，国家发改委、商务部、人民银行及外汇局四部门先后两次发布答记者问，明确表示要把推进对外投资便利化和防范对外投资风险结合起来，按有关规定核实部分企业对外投资项目，防范对外投资风险。12月，外汇局对个人购汇信息申报管理进行了完善。2017年年初，外汇局进一步督促银行、企业严格落实贸易项下真实性、合规性的审核。

（三）成效

人民币贬值压力得到一定程度释放。“8·11”汇改后，人民币汇率中间价依据上日收盘价连续下调，市场汇率在自主供求作用下连续跌停，“8·11”汇改后的前两个交易日，银行间市场人民币兑美元即期汇率贬值2.8%，贬值预期在短期内得到了迅速释放。2016年年初，明确参考一篮子货币调节的定价机制后，人民币汇率进一步调整。截至2016年年底，人民币兑美元双边汇率累计下跌了11%左右，国际清算银行口径的人民币有效汇率指数累计下跌了7.0%。

人民币汇率中间价的基准地位和代表性得到改善。2015年年初至8月10日，通过6个月对美元期权的隐含波动率指标测算，境内人民币汇率的波动率只有2.2%，在20多种主要货币和新兴市场货币中垫底。2016年同期，境内人民币汇率的波动率达到5.6%，较2015年增长了3.4个百分点，这说明市场汇率受中间价的约束明显减弱，波动弹性增强。2015年年初至8月10日，银行间市场人民币兑美元即期开盘价与中间价的偏离度为1.9%，上一日收盘价与中间价的偏离度为1.8%，2016年同期分别降至0.7%和0.6%。2016年全年，银行间市场人民币兑美元即期汇率开盘价与中间价的偏离度仅为0.1%，这说明中间价的指导性

和可成交性有明显改善，人民币汇率在隔日连续性上也明显加强。“8·11”汇改以中间价形成的市场化作为突破口，完成了汇率形成市场化的关键环节，改善了中间价对市场汇率整体变动水平的限制，市场汇率更具有连续性和弹性。

国际收支形成“经常项目顺差，资本项目逆差”的新常态。汇改后人民币汇率水平的大幅变化与美联储加息临近等各种因素叠加，引起了对人民币资产的抛售和外债的加速偿还。但是，2017年以来我国跨境资金流出压力减弱，外汇供求趋向基本平衡，2月—5月外汇储备余额连续四个月回升。从2016年和2017年第一季度的情况看，我国国际收支继续呈现“经常项目顺差，资本和金融账户（不含储备资产）逆差”的状态，经常账户顺差占GDP的比重分别为1.9%和0.7%。资本和金融账户逆差的主要原因仍然是藏汇于民和债务偿还，但经过2015年和2016年第一季度的“集中加速偿还”，债务偿还已经告一段落，外债规模开始上升，民间对外投资成为主要的表现形式。截至2016年年底，官方、民间持有的外汇资产各占50%，较官方对外资产占比最高超过70%时，发生了明显的结构性变化（潘功胜，2017a）。考虑到我国经济2017年第一季度的增长速度达到6.9%，各项经济指标发生积极变化，市场主体对外币资产的增加配置也会在经过一段时间的调整后，逐渐缓和。2017年第一季度，经常项目顺差190亿美元，占GDP的比重为0.7%，继续保持在合理的区间内。

（四）为什么“8·11”汇改不能对1994年汇率并轨照葫芦画瓢

第一，现在与当时的政策选择空间不同。1993年，我国短期外债135亿美元，经常项目逆差119亿美元，而外汇储备仅有212亿美元。那时候，即使想守住汇率也很难，所以，才有1994年年初汇率并轨的“惊险一跃”，最终靠宏观调控和体制变革实现了成功逆袭。2016年，我国短期外债8709亿美元，但经常项目顺差1964亿美元，外汇储备3.01万

亿美元。尽管经常项目顺差并不必然意味着人民币汇率升值，但当局的政策空间远比1993年年底汇改前要大得多。出于防范系统性金融风险和外部负溢出效应的考虑，当前中国政府对于可控性较强的汇率变量施加一定的干预，以减少不确定性，也是事出有因。

第二，中国已经成为经济大国，政策溢出效应大。目前，中美已是全球最大的两个经济体，经济总量约占全球的40%，货物出口占全球的近1/4，对外投资和吸引外资占全球比重均接近30%（商务部，2017）。与1994年相比，我国无论是从经济总规模还是从国际政治经济的参与度来看都有明显变化，财经政策对其他国家的溢出效应也明显增强。

第三，当时内外部平衡目标一致，现在内外部平衡目标相冲突。1994年汇率并轨时，客观调控方向一致，高利率政策既有利于抑制经济过热，也有利于支持汇率稳定，因此货币政策可以兼顾多个目标。而“8·11”汇改时，我国需要低利率政策保经济增长，难以兼顾抑制资本外流、稳定汇率的目标。

第四，中国经济已经越来越开放，管制难度大幅增加。1994年汇率并轨时，我国还没有实现经常项目的可自由兑换，外汇管理体制也较为严格，而“8·11”汇改时，我国不仅早已实现经常项目可自由兑换，而且在资本的跨境流动、人民币国际化等多个方面都有了突破性的进展，外汇管制的难度不可同日而语。不仅如此，在国务院统一部署下，近年来国家外汇管理局在经常项目、资本项目实行大范围的简政放权，促进贸易、投资便利化（易纲，2015）。

第五，汇率并轨是走向汇率市场化的起点，而现在的一次性贬值是市场化的倒退。1994年汇率并轨前的双重汇率安排是对外汇市场价格的扭曲，它促进出口、抑制进口，具有明显的不公平贸易特征，因而受到国际货币基金组织和其他国家的批评。同时，由于各地的外汇调剂中心处于分割状态，多种汇率并存造成外汇市场秩序混乱，随着

调剂市场规模的扩大，其弊端日益凸显。1994年汇率并轨是建立统一、规范、具有独特双层结构的人民币外汇市场的开端，而“8·11”汇改如果仅仅着眼于汇率的一次性贬值，而不是汇率形成机制的市场化，则是市场化的倒退，因为市场预期并非未来均衡汇率的无偏估计，没有人能够代替市场寻找到均衡汇率水平。

（五）为什么“8·11”汇改与“7·21”汇改的结果迥异

第一，两次都是在单边汇率预期下进行的改革，但压力是非对称的，央行理论上应对资本流入冲击的弹药更加充足。“7·21”汇改是在单边升值压力下进行的，而“8·11”汇改是处于单边贬值环境，这两次汇改的背景截然不同。因为，从理论上来讲，本币可以无限供给，而外汇储备是有限的，如果不顾忌国内通胀和资产泡沫压力，央行应对资本流入和本币升值的能力将远强于形势逆转时的情形。

第二，“7·21”汇改出其不意，其成功也只是一次性的，之后渐进性的升值还是遇到了套利资本流入冲击的挑战。“7·21”汇改一次性将人民币汇率升值2.1%，在一定程度上释放了人民币升值的压力，抑制了“热钱”流入套利的空间，但是，均衡汇率是无法事前量化计算的，这种基于双边汇率、贸易收支状况的汇率调整，显然不足以修正人民币汇率的低估，而且“出其不意”的成功是不可复制的。当市场适应并预期到了人民币升值的预期后，套利资金仍会不断流入。

第三，长期以来市场习惯了人民币汇率单边升值，而对人民币贬值的思想和措施准备不足，且民间对外净负债的金融结构也对汇率贬值更为敏感。1994年汇率并轨以来，人民币汇率已经持续升值近20年时间，市场预期具有惯性。“8·11”汇改后人民币出现短暂的大幅贬值，一方面，强势扭转了人民币的单边升值预期，让市场主体无所适从，另一方面，在人民币升值期间，我国民间已经通过“资产本币化，负债外币化”的财务操作，积累了一定规模的对外负债，一旦出现人民

币汇率贬值预期，企业集中的“资产美元化、债务去杠杆”反向操作也对人民币汇率产生了较大冲击。

---

1. 2015年8月，IMF进一步明确宣布人民币汇率不再低估（IMF，2015c）。
2. 自2015年8月24日起每个交易日公布10:00、11:00、14:00、15:00、16:00五个时点人民币兑美元参考汇率；自2016年1月4日延长外汇交易时间起，增加公布17:00、18:00、19:00、20:00、21:00、22:00和23:00七个时点人民币兑美元参考汇率。
3. 这一变化没有官方公布，但在自律机制秘书处就中间价报价有关问题答记者问中有所提及。
4. 自律机制秘书处就中间价报价有关问题答记者问，http://www.chinamoney.com.cn/fe/Info/38244066。
5. 该项措施于2017年9月11日调整为0。
6. 根据《中国货币政策执行报告（二○一五年第四季度）》整理。

第四节
本章小结

没有汇率市场化就不会有强势人民币。1994年汇率并轨之前，人民币官方汇率呈现螺旋式贬值，因为官方汇率制定的重要参考是出口换汇成本。而换汇成本需要从企业收集信息，这一方面具有迟滞性，另一方面存在逆向选择和道德风险。如果企业知道它的成本会影响汇率，它就没有控制成本的动力，同时，也更倾向于高报成本。结果，官方刚把汇率调整完，企业成本就又上升了，从而造成汇率进一步调整的压力（管涛，1997）。而外汇调剂市场汇率实行自由浮动，在外汇短缺、供不应求的总形势下，依然呈现有涨有跌的走势。1994年汇率并轨后，出口行业长期以来抵制人民币汇率升值甚至呼吁人民币贬值，但有关部门坚持市场供求决定，这导致了过去20多年人民币汇率保持了坚挺的走势。汇率升值所引起的相对价格变动对于国内经济发展由出口导向转为内需拉动、外贸增长由价格竞争转向非价格竞争发挥了积极作用。

货币政策独立性呼唤灵活的人民币汇率。虽然有人认为“三元悖论”并不完全适用于中国，在相当长时期内，汇率稳定、货币政策独立、资本项目开放是可以并存的，条件是中央银行进行对冲操作（余永定，2017）。但不可否认的是，中国作为一个经济大国，对于货币政策的独立性、自主性需求越来越大，僵化的汇率对货币政策的独立性形成了桎梏。2014年以前，资本大规模流入时期，为阻止人民币汇率过快升值，央行不得不大量收购外汇储备，通过外汇占款渠道投放基础货币。而为了抑制货币过量投放带来的通胀压力和资产泡沫风险，央行又不得不通过提高存款准备金率和发行央票等进行对冲操作。2015年以来出现资本集中流出压力，央行货币政策又面临稳增长

和稳汇率的冲突。一方面，为了兼顾稳增长和稳汇率目标，不得不加强跨境资本流动管理；另一方面，为了不影响稳汇率目标，央行不得不审慎使用存款准备金率调整工具。另外，央行还通过公开市场操作，创新货币政策工具，对冲外汇占款下降的影响。不摆脱汇率的掣肘，中国难以真正迈向一个成熟的大国经济，人民币也难以真正成为一个成熟的主要国际货币。

经济稳是货币稳的前提条件。无论是1994年汇率并轨和1998年亚洲金融危机迎面相撞的两次货币保卫战，还是2008年全球金融海啸和2011年欧美主权债务危机擦肩而过的两次外部冲击，都说明了经济稳是货币稳的前提。外汇干预和资本管制都是临时性的手段和工具，只要宏观经济健康，跨境资本流动就会回归经济基本面，强势的经济必能造就强势的货币，即便短期市场情绪波动造成汇率调整，最终也不可能偏离均衡。中国作为一个经济大国，更应该将宏观经济的整体情况作为考虑的重点，而不是本末倒置，基于外部经济或者资本流动来制定宏观经济政策。

汇率改革要注意把握时机和做好政策储备。改革往往是“两害相权取其轻”的选择，没有所谓最佳时机。实际上，2012年，外汇供求处于基本平衡状态、扩大汇率浮动区间后市场适应较好的情况下，汇率改革可以走得更快，包括进一步扩大汇率浮动区间，甚至进行中间价形成机制改革。2014年和2015年年初，也都有“闯关”的机会，但最后都错过了。究其原因，主要是因为对汇率改革每个步骤的触发条件和实施节奏，包括启动某个层次的汇率改革需要满足哪些前提条件、需要什么配套措施等，缺乏事前的统筹安排，以致改革时机稍纵即逝。总的来讲，形势好的时候汇率改革风险较小，形势不好的时候要更加周密谋划。任何改变都会带来不确定性。面对诸多不确定性，必须拟订预案，从最坏处打算，争取最好的结果。

汇率市场化即使不是开放的前提条件，也必定是配套措施。人民币汇改一直坚持“主动、可控、渐进”的三性原则，这总体上降低了改革的风险，但改革到了一定程度，就必须得克服“浮动恐惧”，实现关键性突破。现在，正是由于汇率形成机制没有及时地改革，汇率市场化的程度不够充分，使得金融开放呈现波浪式的发展。同时，人民币汇率改革机制比调整水平更重要，任何以汇率水平为目标的改革都要非常慎重。如果以汇率水平为目标，储备再少也可能变多，储备再多也可能会减少。

国际收支调节是一项系统工程。汇率是调节国际收支的重要价格工具，其作用不可或缺，但也不能过分夸大。对外经济失衡是对内经济失衡的反映，促进国际收支平衡必须从恢复对内经济平衡入手，汇率并不能起决定性作用。过去，我国长期面临“双顺差”形式的国际收支失衡，主要反映了国内有效需求不足、金融市场发展滞后的结构性矛盾。在这些问题不解决的情况下，人民币双边和多边汇率大幅升值，并没有从根本上扭转贸易顺差过大、外汇储备增长过快的局面，相反，造成了人民币汇率的持续单边升值。而人民币汇率的大幅升值，又制约了其他政策调整的空间。

第四章
人民币汇率走向清洁浮动的路径选择

2015年“8·11”汇改之后，人民币汇率形成机制市场化改革步入深水区。2017年3月3日“两会”期间，易纲副行长接受媒体采访时表示，实现人民币汇率的清洁浮动没有时间表。但是，从有管理浮动到清洁浮动必然需要经历惊险的一跃，我们将如何完成汇改未竟的任务？2016年2月13日周小川（2016b）行长接受《财新周刊》专访时明确表示，改革的艺术在于有窗口时就要果断推进，没窗口时不要硬干，可以等一等，创造条件。

第一节
“角点解”与“中间解”之争对中国汇率选择的启示

一、问题的提出

关于何为最优的汇率选择（包括汇率制度和汇率政策），是国际金融领域最有争议的话题。有人开玩笑说，关于汇率选择问题，假如一间屋子里有九个经济学家，可能就会有十一种观点。

汇率选择大体可分为固定、浮动和有管理浮动三大类。对于这三大类汇率选择，在亚洲金融危机前后，学术界掀起了“角点解”（corner solution）与“中间解”（intermediate solution）之争。

一派认为，汇率选择只有“角点解”，即汇率要么完全固定（如货币联盟、联汇制或者货币发行局制度、单边美元化安排），要么完全浮动。在存在投机攻击的情况下，有管理浮动因为缺乏市场透明度和政策公信力，而不能有效防止货币危机。因此，在新的国际环境下，中间制度的发展趋势是逐渐消亡，取而代之的将是“角点解”（Eichengreen，1994，1999；Obsfeld和Rogoff，1995）或者“两极解”（bipolar view）（Fisher，2001）。这也被称之为“汇率中空理论”（hollowing out theory of intermediate exchange rate regime）或者“中间制度消失论”（the vanishing intermediate regime hypothesis）。

另一派则坚持认为，汇率选择存在“中间解”。在现实中，尽管一些新兴市场国家对外宣称本币汇率自由浮动，却仍然积极干预外汇，将汇率维持在较窄幅度内波动，即事实的盯住汇率安排。这就是Carvol和Reinhart（2000）提出来的所谓“害怕浮动论”（fear of floating

hypothesis）。Benassy-Quere和Coeure（2000）、Masson（2001）都指出，中间汇率制度仍然构成实际汇率制度选择的可观部分，国际货币体系并没有转向总体浮动汇率制度，它仍旧是多种汇率制度相互并存，甚至在遭受亚洲金融危机较大的冲击后仍是如此。易纲和汤弦（2001）则用“扩展三角”证明了在政策主导的情形下，汇率选择是有“中间解”的，即汇率浮动和资本自由流动各取一半，货币政策完全独立也是有可能的。Ilzetzki、Reinhart和Roggoff（2017）的最新研究成果显示，文献高估了后布雷顿森林体系时代国际货币体系迈向浮动汇率安排的影响，有限浮动仍然是汇率选择的大多数，实际上越来越多的国家倾向于在资本流动性上升情况下管理汇率的波动。

弗兰克尔（1999）提出了一个折中的结论，即关于汇率选择的基本共识是，没有一种最优的汇率选择适合所有国家或者一个国家所有时期。

历史上，中间汇率制度曾经有过一段黄金时期，包括中国这样的新兴经济体都曾经历过中间汇率制度带来的高增长、低通胀和稳定汇率的经济繁荣，印证了威廉姆森（1996）关于中间汇率制度优越论的观点。但问题是，中间汇率制度的优势具有不对称的特点，即在经济上升时期，维持中间汇率制度相对容易，但在经济下降时期，中间汇率制度就变得比较脆弱。近年来，越来越多的国家退出了中间汇率制度（余永定、肖立晟，2017）。尤其是对那些高度融入全球资本流动体系的新兴经济体而言，唯一可持续的汇率制度要么是自由浮动，要么是严格固定。IMF在1999年和2003年两次评估中均认为，完全固定或完全浮动的汇率制度较中间汇率制度更优越（管涛，2016a）。

二、中国的汇率选择

在1994年汇率并轨前，中国几乎经历了所有主要汇率制度安排。在官定汇率制度下，人民币汇率实行过盯住单一货币、盯住一篮子货币，以及有管理的浮动。外汇调剂市场汇率自1988年9月至1993年2月，还实行过自由浮动，随行就市。1994年年初，人民币官方汇率（5.80）与外汇调剂市场汇率（8.70）并轨后，中国建立了现行以市场供求为基础的、有管理的浮动汇率安排。

现行的有管理浮动与并轨之前的有管理浮动大不相同。之前，自1991年4月起官方汇率的有管理浮动，是官方依据出口换汇成本对人民币汇率不定期地进行高频、微幅调整，以避免过去固定汇率安排下，人民币汇率低频、大幅调整对实体经济造成的冲击。现在的有管理浮动是由市场供求决定的，尽管政府依然对汇率进行适时、适当的调控，但采用的是市场方式、价格手段，以买卖外汇的方式调节人民币汇率走势。

总体来看，虽然浮动汇率制度是中国汇率形成机制改革的方向，但自1994年以来，中国的汇率选择始终沿着第三条道路前进，即选择“角点解”之外的“中间解”。在实践中，汇率并轨以来，人民币汇率的有管理浮动不是一成不变的，而是按照“主动、渐进、可控”的三性原则顺势而为进行操作。具体来讲，过去20多年可以分为以下几个阶段（见图4.1和图4.2）：

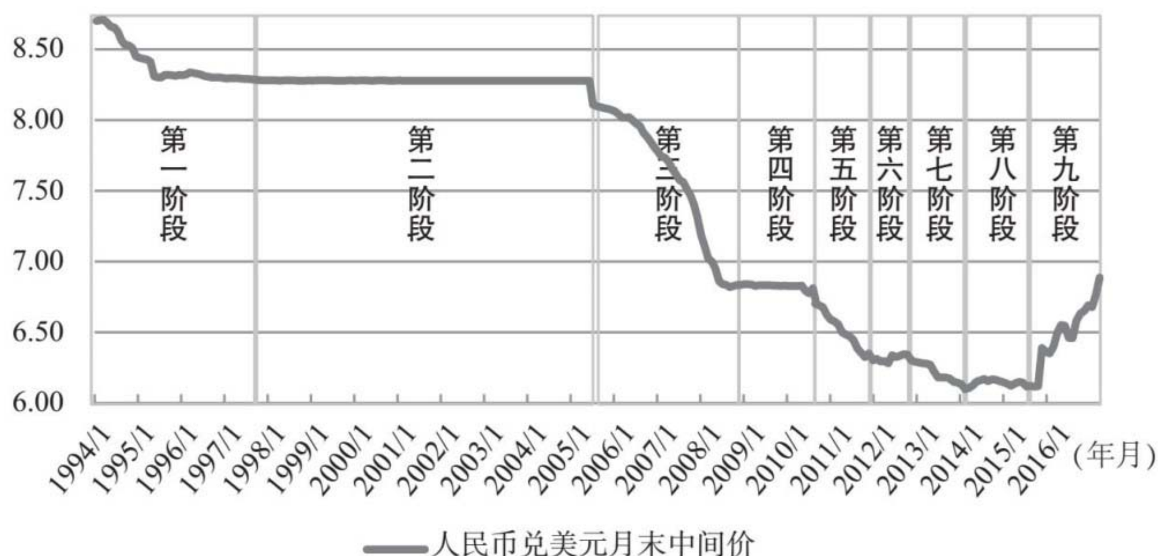


图4.1 汇率并轨以来人民币兑美元汇率中间价走势（元人民币/美元）

资料来源：国家外汇管理局；中国金融四十人论坛。

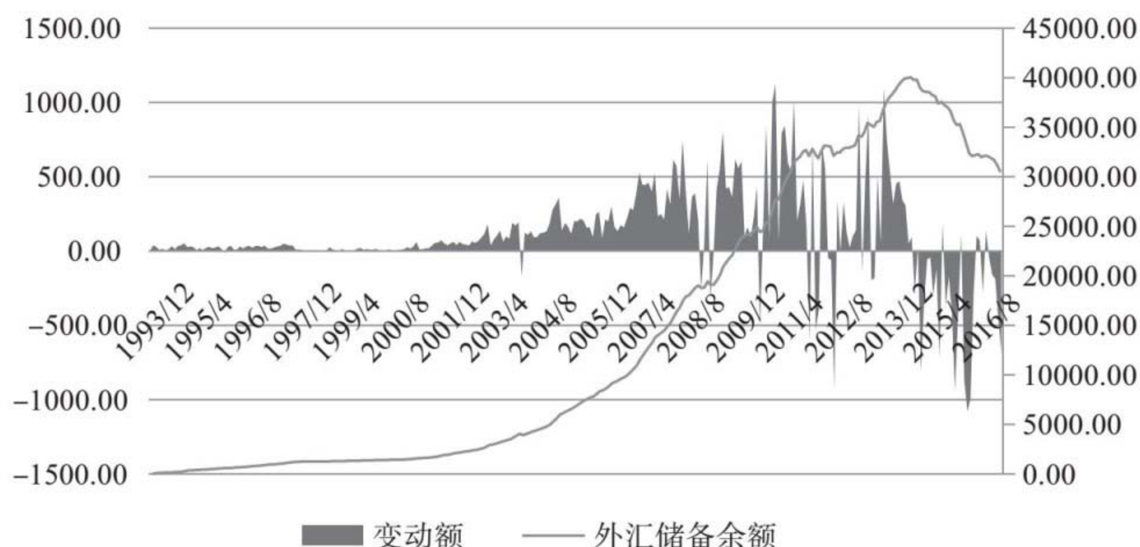


图4.2 汇率并轨以来外汇储备变动情况（亿美元）

资料来源：国家外汇管理局；中国金融四十人论坛。

第一阶段：1994年年初至1997年年底，人民币兑美元汇率保持稳中趋升的走势。其间，人民币汇率累计升值5.1%，外汇储备增加了1187亿美元，增长560%。这是人民币逐渐摆脱汇率并轨前弱势货币特征的重要转型时期。

第二阶段：1998年年初至2005年“7·21”汇改前，人民币汇率恢复准盯住汇率安排。为应对亚洲金融危机的冲击，1998年年初，中国政府承诺人民币不贬值，将人民币兑美元汇率维持在8.28左右的水平。2001年，亚洲金融危机影响逐渐消退，美国遭受“9·11”恐怖袭击、高科技泡沫破灭，美联储大幅降息，中国重现资本大量流入。但是，直到2005年“7·21”汇改之前，中国依然保持人民币兑美元汇率的基本稳定，2004年10月起，人民币汇率中间价更是每天定在8.2765。亚洲金融危机期间人民币不贬值的政策，确立了人民币新兴世界强势货币的地位。

第三阶段：2005年“7·21”汇改至2008年9月，人民币汇率重归有管理浮动后，人民币兑美元汇率弹性增加，持续单边升值。其间，累计升值21%（包括汇改当日一次性升值2.1%的调整），外汇储备增加11946亿美元，增长168%。

第四阶段：2008年10月至2010年6月，人民币兑美元汇率恢复窄幅波动。2008年年底，美国次贷危机全面演变成全球金融海啸。为抵御全球金融海啸、世界经济衰退影响，中国政府强调信心比黄金重要，2008年前9个月人民币汇率升值7.1%，但自10月开始，重新将人民币兑美元汇率稳定在6.81~6.84的水平，其间，外汇储备增加5339亿美元，增长28%。

第五阶段：2010年6月至2011年9月，人民币汇率继续单边升值。2010年6月19日，央行发布公告，重申增加人民币汇率弹性，宣告人民币汇率政策率先退出非常规的政策安排。截至2011年9月底，人民币汇率累计升值7.4%，外汇储备增加7622亿美元，增长31%。

第六阶段：2011年10月至2012年9月，中国出现资本净流出，人民币汇率面临调整压力。受美债信用降级、欧债危机扩散等欧美主权债务危机冲击影响，2011年第四季度至2012年第三季度，除2012年第一季度外，我国各季度资本项目均呈现净流出（见图4.3）。2011年12

月，人民币兑美元汇率曾经一度连续跌停（见图4.4）（管涛，2011）。2012年4月12日将人民币汇率日浮动区间从0.5%扩大到1%后，人民币兑美元汇率中间价维持在6.28~6.35窄幅波动。截至2012年9月底，外汇储备增加832亿美元，增长2.6%。这一阶段，虽然人民币兑美元又恢复了窄幅波动，但这是市场自发实现的，央行基本退出了外汇市场的常态干预，政策上也没有出台任何收紧跨境资本流出的措施。2012年，剔除估值效应后，外汇储备净增987亿美元，远低于2011年的3848亿美元；境内外汇率日均差价仅为57个基点，较2011年日均差价低67%，显示当时的汇率水平是一个市场出清和境内外普遍认可的水平（管涛，2012）。

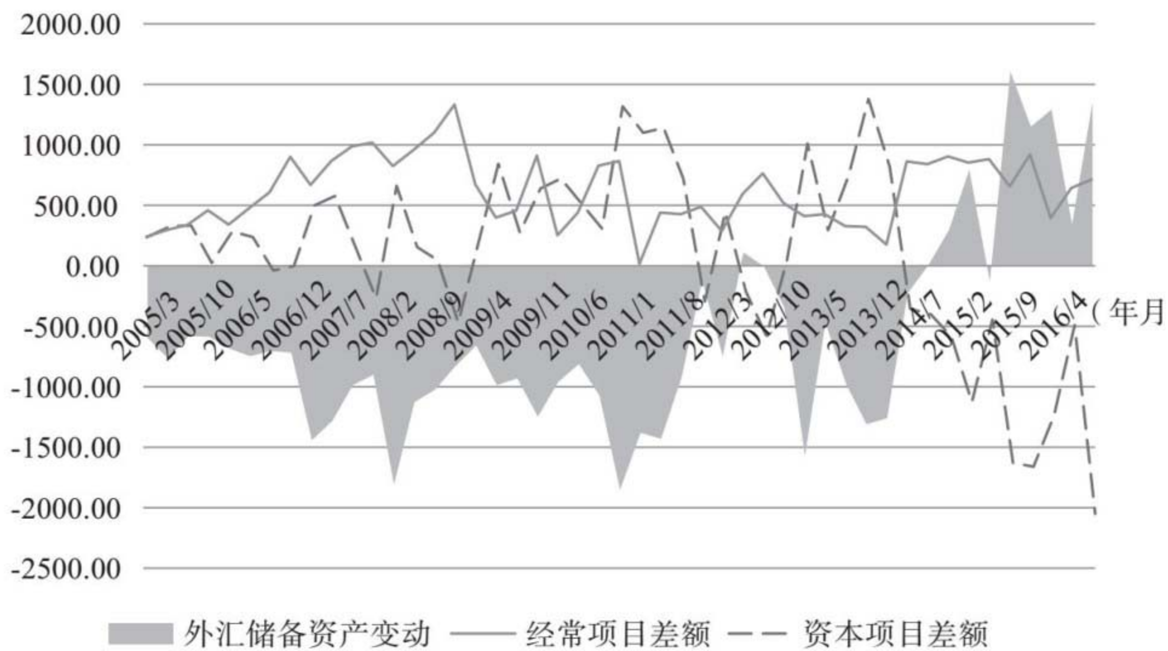


图4.3 2005—2016年各季度中国国际收支简表（亿美元）

资料来源：国家外汇管理局；中国金融四十人论坛。
注：2016年三季度资本项目差额含净误差与遗漏。

第七阶段：2012年10月至2014年1月，人民币汇率恢复单边升值。2012年年底起，欧美主权债务危机影响消退，我国重现资本大量流入（见图4.3）。2012年10月至2013年5月，银行间市场人民币兑美元交易价基本在中间价的涨停区间（见图4.4）。2012年10月至2014年1月

期间，人民币汇率累计升值3.9%，外汇储备增加5815亿美元，增长18%。

第八阶段：2014年2月至2015年7月，人民币汇率转向双向波动。尤其是2014年“3·17”汇改，扩大人民币汇率日波幅至2%以后，人民币汇率由年初的加速升值转为反向调整，市场开启“资产美元化、负债去杠杆”的财务调整，资本项目由净流入转为净流出，外汇市场由供大于求转为供不应求，外汇储备由增长转为下降（见图4.3和图4.2）。其间，尽管2014年年底以来，人民币兑美元交易价基本都在中间价的贬值方向甚至接近跌停的位置（见图4.5），但中间价仅下跌了0.2%，外汇储备减少2153亿美元，下降了5.6%。

第九阶段：2015年8月至今，人民币汇率出现较大的贬值压力。2015年“8·11”汇改优化人民币兑美元汇率中间价报价机制后，与国内外其他因素交织在一起，形成了较强的人民币单边贬值预期，资本外流、储备下降进一步扩大（见图4.3）。截至2016年11月底，人民币兑美元汇率中间价累计贬值了11%（见图4.5），外汇储备减少5997亿美元，下降16%（见图4.2）。自2014年6月底我国外汇储备见顶3.99万亿美元开始回落以来，到2016年年底，累计减少了9827亿美元，其中65%是“8·11”汇改以后发生的。



图4.4 2010—2013年人民币兑美元汇率中间价及交易价（元人民币/美元，%）

资料来源：国家外汇管理局；环亚经济数据库（CEIC）；中国金融四十人论坛。



图4.5 2014—2016年人民币兑美元汇率中间价及交易价（元人民币/美元，%）

资料来源：国家外汇管理局；中国金融四十人论坛。

三、“8·11”汇改之前

中国的汇率选择与国际共识的变化高度吻合。改革开放以来的30多年间，没有哪一种汇率选择适合中国的所有时期。1994年以来，中国在有管理的浮动汇率制度总框架下，根据国内外经济环境的变化，灵活调整人民币汇率政策，特别是在亚洲金融危机期间（第二阶段）和全球金融海啸爆发初期（第四阶段），中国政府果断采取了准盯住或者主动收窄人民币兑美元汇率波幅的做法，帮助中国经济较好地走出了外部冲击的影响。这一点似乎能够印证，即使过去20多年“中间解”的汇率制度主导了中国汇率制度选择的主要形态，但也并不妨碍“角点解”在部分历史阶段也是可能的政策选项。当然，这种制度安排并不是严格意义上机制化的固定汇率安排，而只是临时性的政策，它不改变汇率市场化的改革方向。

过去20多年有管理的浮动汇率选择，伴随的是外汇资金持续净流入的局面。从1994年年初汇率并轨至2014年年初的较长时间里，中国面临的都是国际收支“双顺差”，外汇储备持续增加，以及人民币汇率单边升值的压力，现行汇率制度在“8·11”汇改之前其实并没有真正经历过极端坏的市场情形的考验。而人民币汇率实行有管理的浮动的成功之处主要体现为在长期的单边升值压力下，实现了人民币汇率的渐进式升值。因为人民币汇率的过快升值通常被认为会冲击出口行业，不利于增加就业和社会稳定。而渐进式的升值策略之所以能够奏效，最主要的原因是，理论上，应对资本流入、本币升值压力，央行的本币可以是无限供应。截至2014年5月底，央行外汇占款余额达到历史峰值29.5万亿元人民币，占到央行总资产的83%，较“7.21”汇改前夕的2005年6月底分别增加了399%和提高了24个百分点（见图4-6）。

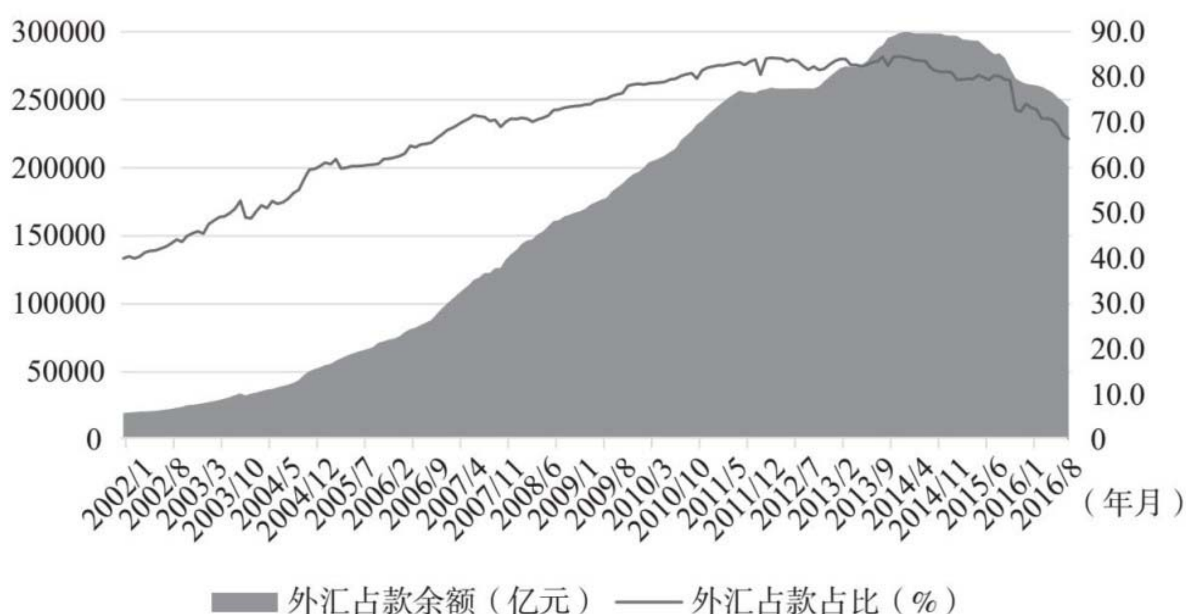


图4.6 2002—2016年央行外汇占款

资料来源：中国人民银行；中国金融四十人论坛。

从实践来看，以渐进、可控的人民币汇率升值来化解长期升值压力不是没有代价。早在2006年年底中央经济工作会议上就明确指出我国国际收支的主要矛盾已经从外汇短缺转为贸易顺差过大、外汇储备增长过快，并强调必须把促进国际收支平衡作为保持宏观经济稳定的重要任务。但到2014年6月底，外汇储备达到创纪录的3.99万亿美元时，较2006年年底的水平又增加了2.93万亿美元，增长了274%（见图4.2）。人民币汇率可预见的持续单边小幅升值，使人民币一度成为最佳的套汇、套利的利差交易货币。截至2013年年底，我国外币外债8632亿美元，较2005年6月底增加了224%，其中短期外债占比78.4%，上升了25.3个百分点（见图4.7）；外汇贷款7769亿美元，外汇贷存比为177%，较2005年6月底分别增加了419%和87个百分点（见图4.8）。同时，为阻止人民币过快升值而快速积累外汇储备，造成了央行资产负债表的急剧扩张，截至2014年年底央行总资产为33.8万亿元，较2005年6月底增长了268%。这种输入型的流动性过剩，是造成当前我国系统性金融风险积聚的重要原因。



图4.7 2003—2016年季度外债余额及短债占比

资料来源：国家外汇管理局；中国金融四十人论坛。

注：自2015年起，外债数据为含本外币全口径的数据，之前的数据仅含外币口径，因此，2015年前后的数据不可比。

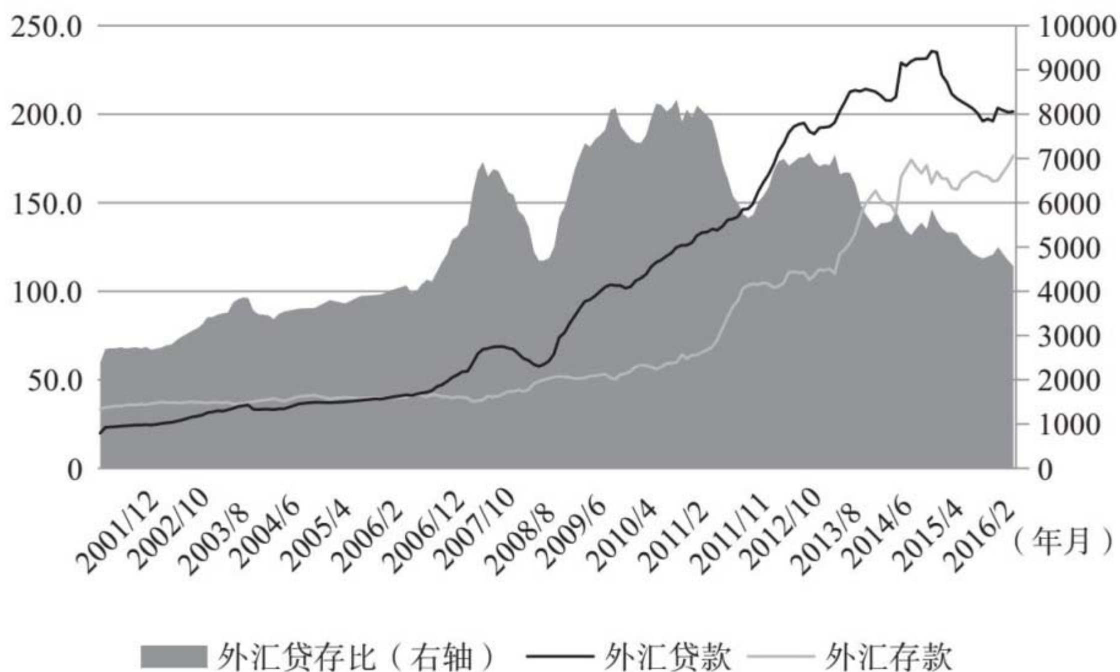


图4.8 2001—2016年外汇存贷款变化（亿美元，%）

资料来源：中国人民银行；中国金融四十人论坛

但也不能由此就认为中国选择有管理浮动汇率制度是失败的。因为，在大国经济对内平衡优先的一般原则下，当时阻止人民币汇率过快升值的努力，并不是为了预防未来资本流动冲击和积累外汇储备的需要，而是为了稳定国内企业出口竞争力，进而稳定经济增长、增加社会就业。这些目标在人民币双边和多边汇率均升值30%~40%的情况下都实现了，我国进出口贸易做到了世界第一，外贸顺差也越做越大。

四、“8·11”汇改之后

2014年“3·17”汇改，将银行间市场人民币兑美元汇率日波幅由1%扩大到2%以后，我国国际收支逐渐转向了经常项目顺差、资本项目逆差的平衡格局。在2015年“8·11”汇改优化人民币兑美元汇率中间价报价机制之前，这种一顺一逆的平衡格局是比较平稳的。但是“8·11”汇改之后，人民币单边贬值预期强化，资本项目净流出远超出了经常项目盈余，外汇储备急剧下降（见图4.3和图4.2）。

为应对这种局面，2015年12月11日，央行授权中国外汇交易中心对外发布了交易中心（CFETS）、国际清算银行（BIS）和特别提款权（SDR）三个口径的人民币汇率指数。2016年2月起，央行正式对外公布了人民币汇率中间价的定价公式，即“中间价=上日收盘价+篮子货币汇率”。这个定价公式，是对央行2015年“8·11”汇改公告有关“做市商在每日银行间外汇市场开盘前，参考上一日银行间外汇市场收盘汇率，综合考虑外汇供求情况以及国际主要货币汇率变化向中国外汇交易中心提供中间价报价”内容的完美的数学诠释。

按照这一定价公式调控，人民币汇率在2016年上半年运行基本平稳。2月15日—6月23日，在美元汇率指数下跌的背景下，境内外人民币兑美元汇率交易价在6.45~6.56，脱离了年初6.60~6.70的高点（见图

4.5），月均即远期结售汇逆差较2015年8月至2016年1月的平均水平下降了73%，央行外汇占款月均降幅下降了68%（见图4.9和图4.6）。但上半年，前述三大人民币汇率指数分别下跌了3.4%、3.2%和1.5%。市场观察人士由此认为，这个定价机制内嵌了一个策略性贬值或非对称性贬值的安排，人民币汇率易跌难涨（张明，2016a；钟正生和张璐，2016；余永定和肖立晟，2016）。

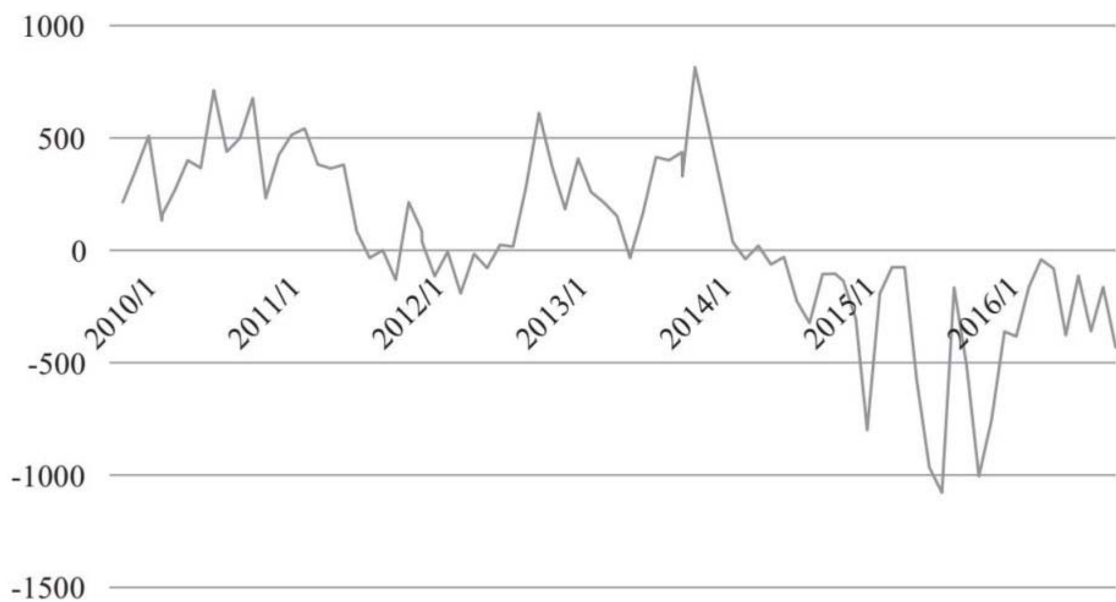


图4.9 2010—2016年银行即远期结售汇差额（亿美元）

资料来源：国家外汇管理局；中国金融四十人论坛。

进入下半年尤其是第四季度以来，新的定价机制面临越来越大的挑战。6月24日，英国脱欧公投通过，人民币兑美元汇率境内外交易价突破6.60；10月10日，美联储加息预期、英国硬脱欧表态、埃及货币大跌，交易价突破6.70；11月11日，特朗普当选、美联储加息预期、全球金融市场反转，交易价破6.80，15日破6.83的所谓“市场铁底”；11月24日，交易价破6.90（见图4.5）。截至12月30日，人民币兑美元汇率中间价、交易价分别较6月23日下跌了5.4%和5.3%；三大人民币汇率指数较6月17日分别下跌了1.0%、0.8%和0.1%。6月24日—12月30日，美元指数升值了9.2%（见图4.10）。正是由于各种原因引起的美

元升值，通过现行定价机制造成了人民币汇率连连跌破一些重要的心理关口，进而引起了市场的焦虑和恐慌的情绪。7—12月，月均即远期结售汇逆差较2—6月的月均水平增加65%，央行外汇占款月均降幅增长143%（见图4.9和见图4.6）。

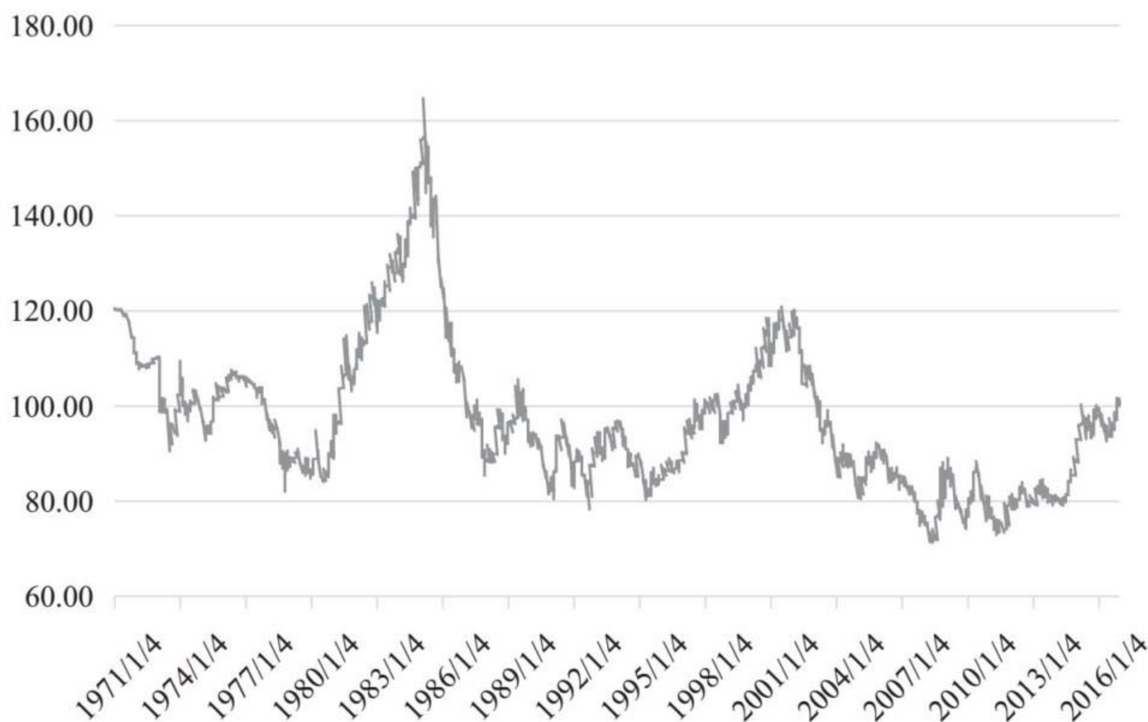


图4.10 1971—2016年ICE美元指数（1973年3月=100）

资料来源：环亚经济数据库（CEIC）；中国金融四十人论坛。

现行参考国内外汇供求关系和主要货币汇率走势的中间价定价机制，其好处有：增加了汇率政策的透明度，减轻了竞争性贬值的市场恐慌，避免了人民币汇率波动对境内外其他市场造成的负溢出效应；推动了人民币多边汇率的有序调整，边际上有助于改善我国出口竞争力；争取了金融外交的主动，减少了国际上对人民币汇率政策的质疑，同时，也在一定程度上促进了主要经济体之间的经济政策协调。

但是，任何政策选择都是有机会成本的。新机制本身是中性的，主观没有贬值或者升值的倾向，但在特殊形势下会遇到以下挑战。一是当前资本流出在一定程度上与市场看空情绪有关，参考上一日收盘

价的定价机制导致了前一天因外汇供不应求，人民币收盘价相对中间价贬值，则第二天中间价继续贬值的局面，这是一种预期自我强化、自我实现的机制，也正是上半年尽管美元汇率指数总体回调，而人民币汇率中间价依然趋跌的重要原因（中国人民银行货币政策分析小组，2016a）。二是汇率浮动的初衷本来是避免外部冲击对内部经济运行的影响，而如前所述，下半年人民币兑美元汇率的快速调整，主要是外部美元由于英国脱欧公投通过、美联储加息预期、特朗普意外当选等各种因素大幅走强，尽管同期我国境内经济运行已出现改善的迹象。

截至2016年年底，汇率中间价新机制运行了将近一年时间，其间，正好经历了美元由弱转强的一个小周期，这可以帮助我们更好检验新机制的成色，就是在资本持续流出、外汇供不应求的形势下，是否也能够像之前那样实现人民币汇率渐进、可控的调整。目前看来，当外部形势出现于我有利的变化如美元走弱的情形时，这一机制的运行较为平稳，市场负面情绪较少；当外部形势出现于我不利的变化如美元走强的情形时，这一机制的稳定性、可持续性就会遇到较大挑战。

实际上，这就触及了汇率“中间解”的核心问题，即汇率政策的可信度。正如易纲和汤弘（2001）所指出的，在市场主导的情形下，公众面对投机攻击时，将基于政府放弃已有汇率制度的成本和政策的透明度来判断政府承诺的可信性来采取行动。如果可信度高，公众不会恐慌；如果可信度低，他们将会跟进，抢先抛售本币资产。这时，市场汇率在市场机制下就会“超调”。当政府反向操作的弹药（外汇储备）告罄时，中间汇率制度即告崩溃。Obstfeld（1994）更是用第二代货币危机模型，解释了即使不存在基本面情况的恶化，有管理的浮动汇率也有可能在多重均衡状态下，因市场情绪的变化，遭受货币攻击，以致出现坏的结果——货币崩溃。

在按照汇率中间价新机制运行下来近一年时间，人民币无论是双边汇率还是多边汇率，均下跌了6%左右。考虑到外汇储备的消耗幅度和监管政策的调整力度，这可能令市场对于政府稳定汇率的承诺和能力产生疑虑。而且，因为不信人民币汇率稳定的人赚钱了，他们的示范效应有可能会引起更多的人加入抢购和囤积外汇的行列。一旦形成这种局面，那么，外汇市场干预和资本流动管理都将面临更大的压力。

专栏4-1 现行人民币汇率形成机制的不足

自2016年1月以来，人民币汇率形成机制有了新变化。具体内容是每个交易日的中间价采取了相对透明的定价规则：综合考虑上个交易日收盘价相对中间价的变化与过去24小时篮子汇率不变所需要的中间价变化，得到下一个交易日的中间价。采取这种机制的主要考虑，是兼顾了市场供求（上个交易日收盘价相对上个交易日中间价的变化）和篮子汇率稳定。此外，考虑到日波幅限制以及当局对收盘价的干预，每个交易日收盘价对于开盘中间价的偏离也得到一定限制。这样一来，人民币汇率形成机制就同时照顾到了以市场供求为基础、参考篮子货币、保持人民币（兑美元）汇率基本稳定的几个目标，其实这也是2005年7月21日人民币汇率形成机制方案确定的改革目标。然而，面面俱到的汇率形成机制暗藏隐患。

这种形成机制下人民币对美元汇率的期望值是贬值。外汇市场上供不应求的局面很难改变，按照市场供求决定的人民币兑美元汇率会贬值，具体表现为每个交易日收盘价较中间价的贬值压力。这是当前汇率形成机制下决定汇率变化的重要力量。美元兑其他世界主要货币汇率变化难以预测，期望值是零，这是另外的力量。两种力量加在一起，人民币兑美元汇率的期望值是贬值。这个机制下，美元弱势的时候，按照篮子汇率稳定原则人民币对美元升值，按照市场供求原则人民币对美元贬值，人民币对美元汇率变化究竟如何

难以预测；美元强势的时候，按照篮子汇率稳定原则人民币对美元贬值，按照市场供求原则人民币对美元也是贬值，人民币贬值预期会加强。

在外汇市场供不应求的背景下，对这种机制的另一种理解方式是人民币对美元的贬值趋势（一条趋势性贬值的线），再加上篮子汇率稳定所需的人民币对美元汇率波动（一条上下起伏的线）。引入篮子汇率的作用在于人民币对美元不是单边持续贬值，而是在贬值趋势上叠加了波动。

为什么外汇市场供不应求的局面难以改变呢？从外汇市场基本面看人民币并不一定是弱势货币，但在当前定价规则下，人民币对美元期望值是贬值，这会额外增加外汇需求和减少外汇供给，让外汇市场供不应求。除非美元非常弱势，再配合以货币当局不通过外汇市场干预让人民币贬值或者该升值的时候不升值，贬值期望值和外汇市场供不应求的局面才有可能改变。

贬值预期很自然地会驱动投机和回避汇率贬值风险的各种保值交易。特别是在美元进入强势阶段的时候，人民币贬值预期加强，投机和各种保值交易也随之增多。为应对贬值预期和随之而来的资本大量流出，货币当局主要有三项应对措施：一是外汇市场干预，即牺牲外汇储备让收盘价尽可能不贬值或者少贬值，遏制人民币贬值预期升级；二是对外汇使用进行更严格的管制；三是尽可能地维持人民币与美元较高的利差，如果预期人民币贬值幅度小于人民币与美元利差，做多美元、做空人民币的交易会无利可图。

给定货币当局同时具备以上三种干预措施，即便是面临人民币单边贬值预期，货币当局也有能力在相当长的时间里维持当前的人民币汇率形成机制。这种机制下，人民币对美元的形态是小幅波动中渐进贬值。给定货币当局强大的干预能力，当前汇率形成机制的问题不在于能不能持续下去，而在于这样做的得与失。评判这种机制的得失，中国有现成的经验和教训可以总结。

从2005年7月21日到2014年中段近10年的较长时间里，人民币兑美元汇率形态上来看也是小幅波动中升值。一个货币对美元如此长时间的渐进单边升值创造了世界纪录，很难想象其他国家的货币当局能做到这一点。中国做到人民币对美元渐进升值付出了一定的代价，具体表现在以下几个方面。首先，影响了宏观经济和金融体系稳定。为维持相对稳定的汇率价格走势，当局就不得不持续干预外汇市场，货币当局基础货币也要随之调整。货币当局可以通过冲销措施缓解一部分基础货币投放压力，但是货币当局无能为力的是持续单边的外汇干预必然伴生单边的汇率变化预期，这种预期会衍生到资产价格，对宏观经济和金融市场稳定带来冲击。汇率本来应该发挥对抗外部或者内部冲击的缓冲作用，而渐进单边变化的汇率走势反而成了冲击的放大器。其次，机制上难以避免汇率低估或者高估，对实体经济资源配置带来不利影响，中国在金融危机之前快速地积累经常项目顺差就能说明一些问题。再次，资本项目可兑换、人民币国际化、国际金融中心建设是三位一体的改革，然而在当局主导的汇率渐进单方向变化的背景下，放松资本管制只会招致更多的投机资本攻击，最终这些改革措施也不得不走走停停甚至倒退。最后，汇率渐进调整的好处是有利于稳定对外贸易和投资，然而在人民币兑美元的渐进升值过程中，对贸易和投资更有实质性影响的人民币有效汇率波动一点儿也不小。

（张斌）

事实上，周小川（2016b）行长接受媒体专访时就已经指出，将来还会引入宏观经济数据对汇率发挥作用的机制。2017年5月26日，中国外汇交易中心外汇市场自律机制秘书处对外披露，为对冲市场情绪的顺周期波动和缓解外汇市场的“羊群效应”，拟在人民币兑美元汇率中间价的报价公式中引入“逆周期调节因子”，以更好地反映国内经济基

本面变化。这是落实2016年年初周小川行长讲话精神的一种有益尝试。

其好处有：一是有助于增强汇率调控的自主性，对冲市场的顺周期波动；二是有助于增加人民币汇率弹性，形成有涨有跌的上下波动，现在不论CNY还是CNH一年之内的最大振幅均已超过了±2%，人民币汇率摆脱了事实软盯住美元的嫌疑；三是人民币汇率阶段性升值有助于遏制单边看空和做空人民币的情绪，正如离岸市场会出现人民币多头回补一样，2017年前4个月银行代客结汇同比正增长，以及居民外币储蓄存款负增长也应该与人民币汇率反弹且CNH相对于CNY偏强有关。

然而，任何政策选择都有利有弊，引入“逆周期调节因子”也并非一劳永逸，它还会面临新的挑战：一是据称“逆周期调节因子”的模型参数是由各报价行根据对宏观经济和外汇市场形势的判断自行设定，这可能会降低中间价报价机制的透明度；二是对于宏观经济数据的好坏，有时可能缺乏市场共识，这将制约“逆周期调节因子”的调控效果；三是美元指数的变化可以通过篮子货币汇率指数折算为人民币兑美元双边汇率的波动，但宏观经济数据的好坏可能在技术上难以具体量化为中间价的波动；四是通过一个公式来量化宏观经济数据对汇率的影响，可能导致一致性预期，而不论是一致性的升值还是贬值预期，都不利于市场出清。对此，需要在情景分析、压力测试的基础上拟订预案，扬长避短、有备无患。

五、主要结论

第一，世界上没有任何一种汇率选择适合所有国家或者一个国家任何时期。汇率的“角点解”和“中间解”均各有利弊，关键是要取长补短、趋利避害。其中，汇率“中间解”的软肋在于汇率政策的市场透明

度和可信度，因此，需要防止出现不利情形时，多重均衡出现坏的结果。

第二，争论汇率是否均衡合理是一个学理问题，即便汇率处于均衡水平，市场汇率也不可能自觉稳定在均衡汇率水平上，而必然是围绕均衡汇率上下双向波动。并且，当市场普遍看多时，市场会选择性地相信好的消息，以致汇率出现过度升值（高估）；当市场普遍看空时，市场会选择性地相信坏的消息，以致汇率出现过度贬值（低估）（管涛，2016a）。亚洲金融危机时期，中国政府承诺人民币不贬值，从来没有同市场讨论过人民币是否存在不贬值的基础，以及政府是否有条件稳定人民币汇率，这避免了陷入学理之争。

第三，当前我国资本外流、储备下降、汇率贬值，既有内外部经济基本面的原因，也有市场信心的问题。而稳定市场信心，不但要靠政府与市场沟通，也要靠政府的市场操作。在经历了2015年的国内股市和汇市震荡之后，重塑政府的市场公信力显得尤为重要。亚洲金融危机期间，中国政府信守人民币不贬值的承诺，这并非没有代价，也肯定不是唯一解，然而，尽管由于外汇严格管制，一些用汇没有得到满足，这些人没有因为人民币贬值而损失；虽然有些资本外逃，那些人也没有因为人民币贬值而赚钱。所以，人民币不贬值就是公平、可信的政策。经历了亚洲金融危机的考验之后，人民币在世界舞台上的新兴强势货币地位真正得以确立。

第二节
当前完善汇率形成机制面临的外汇形势

汇率市场化需要研究外汇形势。在我国，有很多统计数据可用于分析外汇形势，特别是跨境资本流动状况，如银行结售汇、银行代客跨境收付以及国际收支数据（包括国际收支平衡表和国际投资头寸表）等。其中，国际收支数据是季度发布的低频数据且时滞较长，但它们属于国际通用的四大账户之一的统计数据，用于分析外汇形势更加准确且具国际可比性。以下，本节基于国际收支口径的数据，分析我国当前的外汇形势并揭示其经济和政策内涵。

一、国际收支正从“双顺差”转为“一顺一逆”的新格局

1994年汇率并轨改革以来，直到2013年之前，除1998年和2012年个别年份外，我国经常项目和资本项目连年为正，国际收支持续“双顺差”（见图4.11）。自2014年第二季度起，我国国际收支长期以来的“双顺差”局面出现改变，转为经常账户顺差、资本账户逆差（见图4.12）。

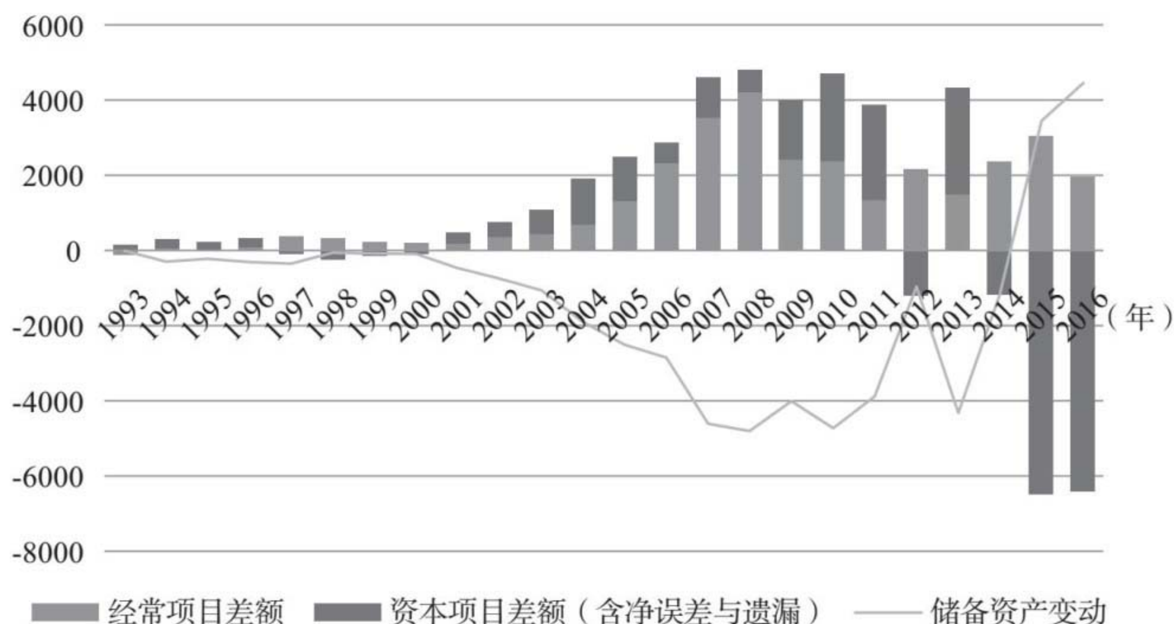


图4.11 我国国际收支长期“双顺差”（亿美元）

资料来源：国家外汇管理局。

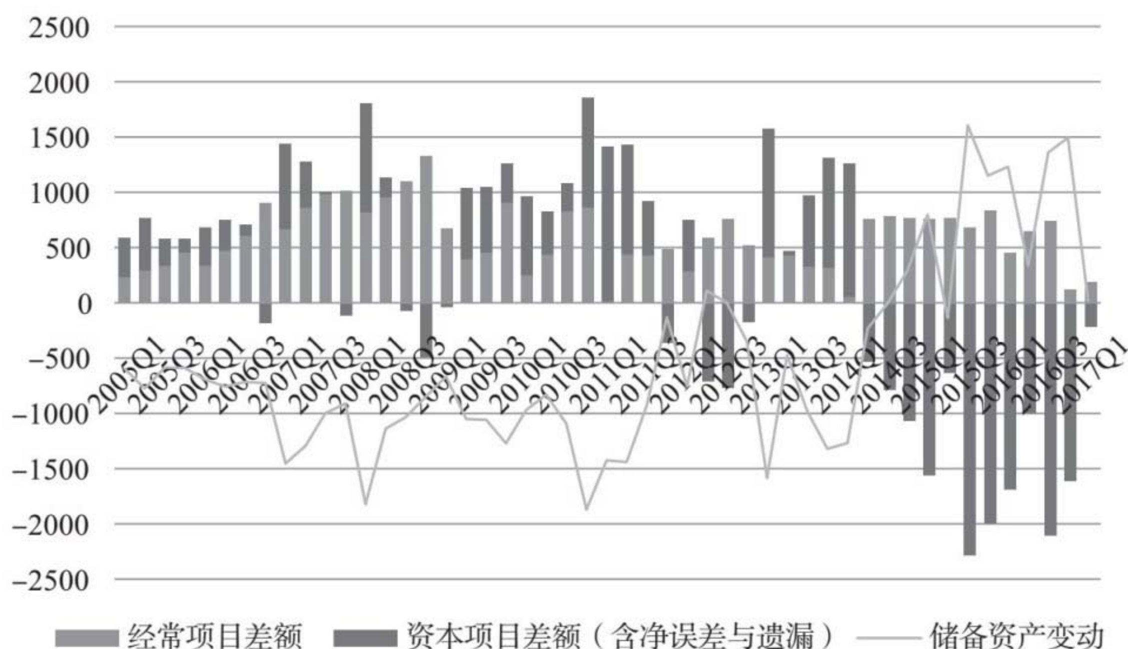


图4.12 我国正从资本大量流入逐渐演变成资本集中流出（亿美元）

资料来源：国家外汇管理局。

理论上讲，一国合理的国际收支结构应该是经常项目与资本项目形成镜像关系，即经常项目顺差则资本项目逆差（如日本、德国），

经常项目逆差则资本项目顺差（如美国、英国），国际收支总体平衡。我国长期国际收支持续“双顺差”，其实是一种顺差形式的对外经济失衡，理想状态应该是贸易顺差越大、资本流出越多。但是，资本项目逆差并不意味着人民币汇率必然贬值，正如我们不能简单用贸易赤字来解释或预测美元贬值、用资本流入来解释或预测美元升值一样。

二、国际收支平衡逐渐转为跨境资本流动主导

自1993年最后一次年度经常项目逆差以来，我国经常项目一直是盈余。加入世贸组织以后，我国经常项目顺差规模不断增加，并在国际收支顺差中占主导地位。经常项目顺差与GDP之比，在2007年达到最高的9.9%。2008年全球金融海啸爆发后，经常项目差额占比回落，自2010年起回落至GDP±4%的国际合理标准以内，目前基本维持在2%左右的水平（见图4.13）。

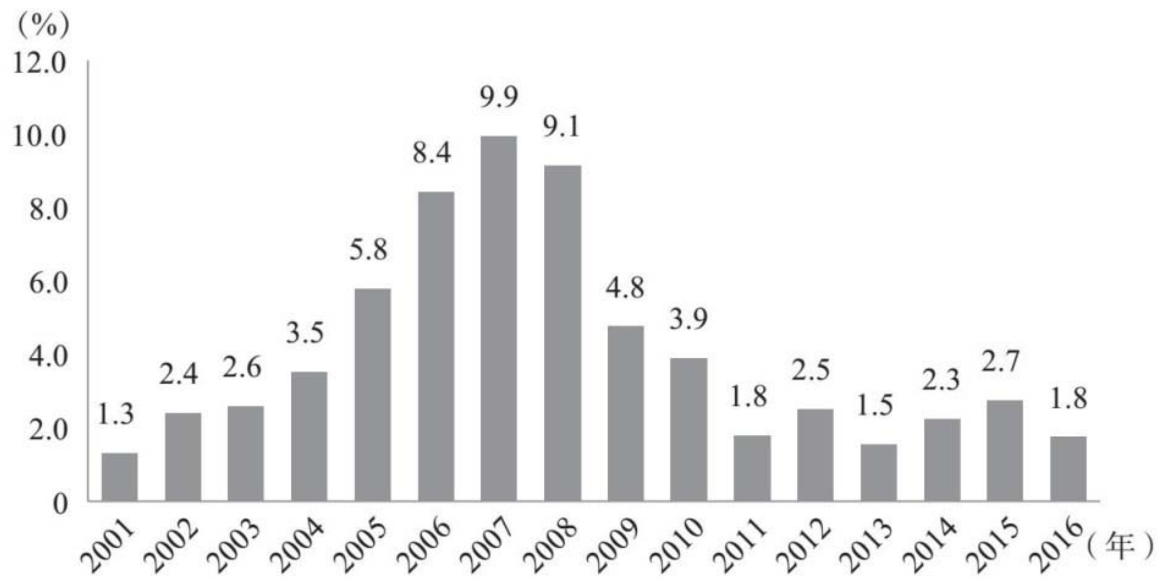


图4.13 我国经常项目顺差与GDP之比逐渐趋向基本平衡

资料来源：国家外汇管理局；国家统计局。

相反，后危机时代，在发达经济体宽流动性低利率、中国经济保持高速增长的情况下，资本项目在我国国际收支中的比重增加并开始占据主导。具体而言，2005—2009年，经常项目顺差与资本项目（含净误差与遗漏）顺差对我国外汇储备资产增加的平均贡献率分别为72%和28%，而2010年、2011年和2013年三年平均贡献率分别是40%和60%（2012年资本项目为净流出）（见图4.14）。

2014年第二季度开始，我国国际收支经常项目依然顺差，但资本项目由净流入转为净流出（见图4.12）。2015年“8·11”汇改后，资本外流的趋势日益明显。2015年，我国经常项目顺差虽然高达3042亿美元，但资本项目逆差（含净误差与遗漏）6475亿美元，外汇储备资产减少3423亿美元；2016年，国际收支状况继续较大逆差，其中，经常项目顺差1964亿美元，资本项目逆差6397亿美元，外汇储备资产减少了4487亿美元，降幅比2015年增加了1064亿美元（见图4.11）。

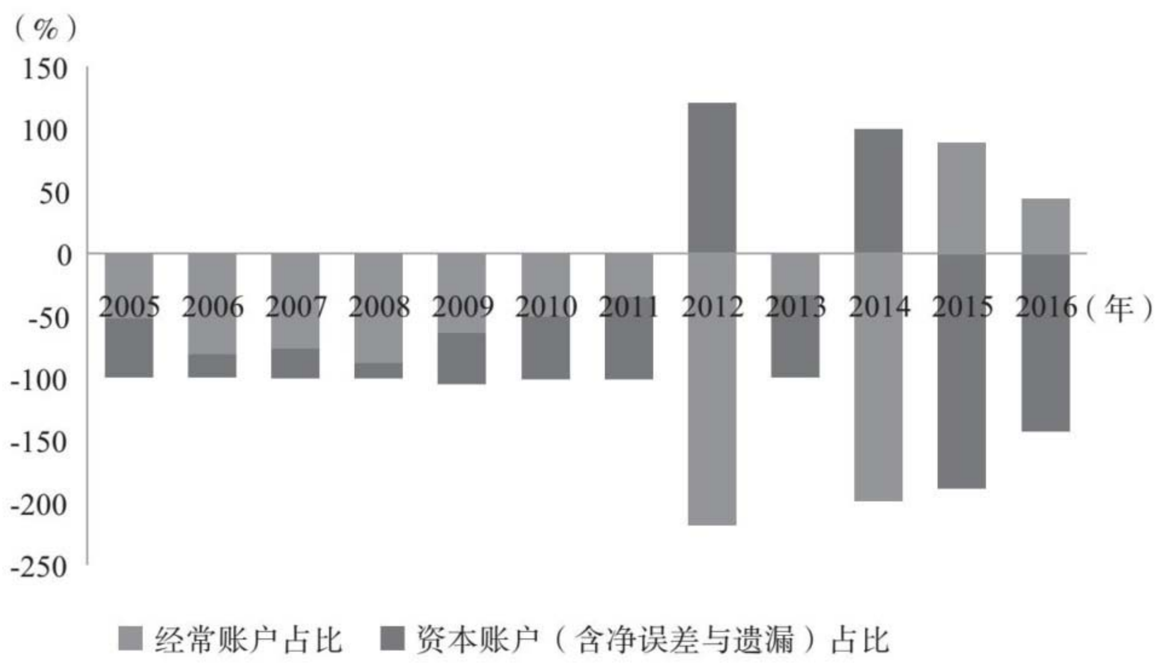


图4.14 我国资本流动对国际收支平衡的影响逐渐加大

资料来源：国家外汇管理局。

注：（1）图中占比分别为经常项目和资本项目差额与外汇储备资产（不含外汇储备的估值效应）变动相比；（2）在国际收支统计中，外汇储备资产增加为负值，外汇储备资产减少为正值，故外汇储备资产2005—2014年间为增加，2015—2016年间为减少。

资本净流出超越经常项目顺差，成为当前外汇储备资产下降、影响国际收支基本平衡的主要原因，表明人民币汇率已经不是由贸易收支决定的商品价格，而是由资本流动驱使的资产价格。而资产价格有别于商品价格的一个重要特点，就是容易相对于均衡汇率水平出现过度升值或者贬值的汇率超调（exchange rateovershooting）。

三、资本外流逐渐由基本面主导转为市场情绪主导

如前所述，虽然从2014年第二季度开始，我国就呈现持续的资本净流出，但2015年第三季度之前与之后的资本净流出驱动因素不尽相同（见表4.1）。

从2014年第二季度到2015年第三季度“8·11”汇改前，人民币汇率预期基本稳定。2014年4月初至2015年6月底境内外日均汇差为57个基点，与2012年外汇供求基本平衡时期日均差价61个基点基本持平（见图4.15）。这一时期，我国跨境资本流动主要是受到经济下行和美元走强的基本面因素影响，“偿还外债”和“藏汇于民”是资本外流的主要原因之一（张明，2015）。

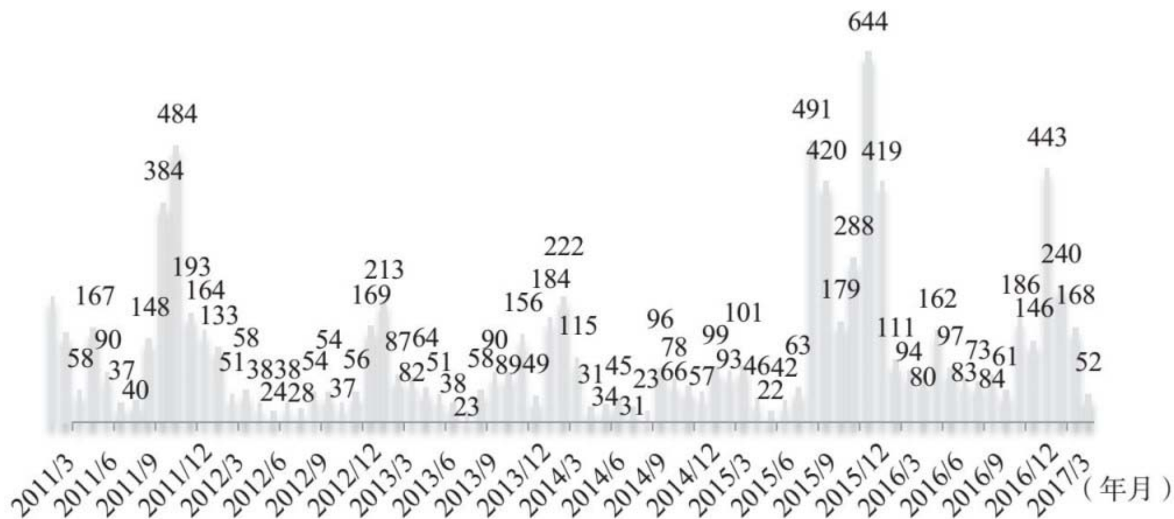


图4.15 境内外日均汇差反映市场汇率预期强弱（个基本点）

资料来源：彭博资讯。

2015年第三季度之后的跨境资本流动的主要驱动因素则有所不同。在国内外基本面因素并没有太大变化的情况下，先是国内股票市场异常波动，再是“8·11”汇改后外汇市场剧烈震荡，冲击了市场信心，人民币汇率贬值预期骤然上升，加大了资本外流压力。2015年7月初至12月底，境内日均汇差352个基点，显示出市场预期的剧烈反应。

表4.1 我国国际收支平衡简表（单位：亿美元）

	2014 Q1	2014 Q2	2014 Q3	2014 Q4	2015 Q1	2015 Q2	2015 Q3	2015 Q4	2016 Q1	2016 Q2	2016 Q3	2016 Q4
经常项目	55	755	785	766	760	764	679	838	452	651	742	118
资本项目	820	−347	−400	−586	−924	−508	−1409	−1504	−1263	−524	−1351	−1031
资产方	−642	−1505	−1198	−1284	−594	−1172	−623	−946	−1129	−1295	−2193	−1994
直接投资	−191	−286	−376	−378	−221	−320	−537	−666	−588	−654	−566	−364
证券投资	18	7	−38	−96	−252	−321	−1	−159	−220	−157	−321	−336
其他投资	−469	−1226	−784	−810	−111	−519	−74	−121	−303	−455	−1298	−1280
负债方	1462	1157	798	698	−331	664	−786	−557	−135	771	842	963
外汇储备资产变动	−1258	−228	4	293	795	−130	1606	1151	1293	343	1355	1495
净误差与遗漏	378	−177	−387	−483	−640	−127	−875	−488	−421	−472	−752	−582

资料来源：国家外汇管理局。

四、短期资本流出是当前资本外流的主要原因

理论上，通常用国际收支口径的证券投资、其他投资以及净误差与遗漏三项合计来衡量短期资本流动，即非直接投资形式的资本流动（non-FDI capital flows）。而经常项目与直接投资合计，则构成基础国际收支差额，是影响国际收支平衡的主要因素。实证分析表明，随着我国资本账户开放，跨境短期资本流动对于宏观经济和金融稳定的冲击越来越显著（李力等，2016）。2005年汇改以来，我国跨境资本流动出现了以下变化：

一方面，从短期资本流动对整个跨境资本流动的影响看，2005年年初至2010年年底的24个季度中，我国短期资本流动出现了13次净流

出，而整个资本项目（含净误差与遗漏）仅出现了5次净流出，这5次净流出都对应着短期资本的净流出；2011年年初至2016年年底的24个季度中，我国短期资本流动出现了17次净流出，而整个资本项目（含净误差与遗漏）净流出次数增至15次，这15次净流出也都对应着短期资本的净流出（见图4.16）。当时，正是因为短期资本净流出规模超过了当期跨境直接投资顺差，以致整个资本项目呈现净流出。

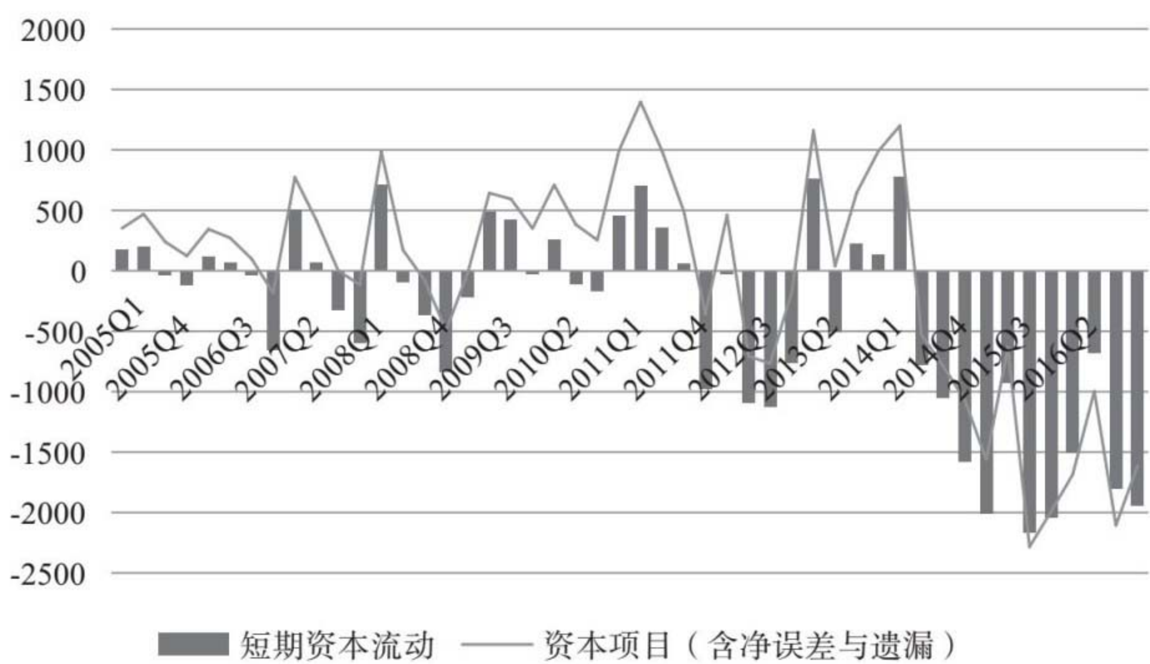


图4.16 我国从跨境资本流入到集中流出并非一天练成（亿美元）

资料来源：国家外汇管理局。

从2005年年初到2013年年底，人民币汇率总体长期面临单边升值压力，国际资本持续大量净流入，外汇储备连年大幅增加，但2011年以来，我国跨境资本流动呈现双向震荡格局。其中，2011年第四季度和2012年第二、三季度，受欧美主权债务危机影响，市场避险情绪增强，人民币贬值预期强化，利差交易平仓，短期资本集中流出。之后，又重现短期资本净流入，人民币汇率面临升值压力。所以，2011—2013年，当讨论我国是面临资本流入还是流出威胁、汇率面临升值还是贬值压力时，一定要说明是什么时间发生的事情，否则，就是鸡同鸭讲。

另一方面，从短期资本流动对国际收支平衡的影响看，2005年年初至2010年年底的24个季度中，从未出现过短期资本流动超过基础国际收支差额的状况，但在2011—2016年的24个季度中，却有13个季度占比超过了100%（见图4.17）。特别是2014年以后，短期资本呈现持续的净流出。从年度数据来看，2014年，短期资本流动净流出与基础国际收支差额之比为-69%，2015年为-192%，至2016年更是达到了-396%。正是由于短期资本净流出超过了基础国际收支顺差，我国当前才会出现外汇储备下降、货币汇率贬值的情况。而短期资本流动容易受到市场情绪波动的影响而偏离其基本面，出现汇率超调。

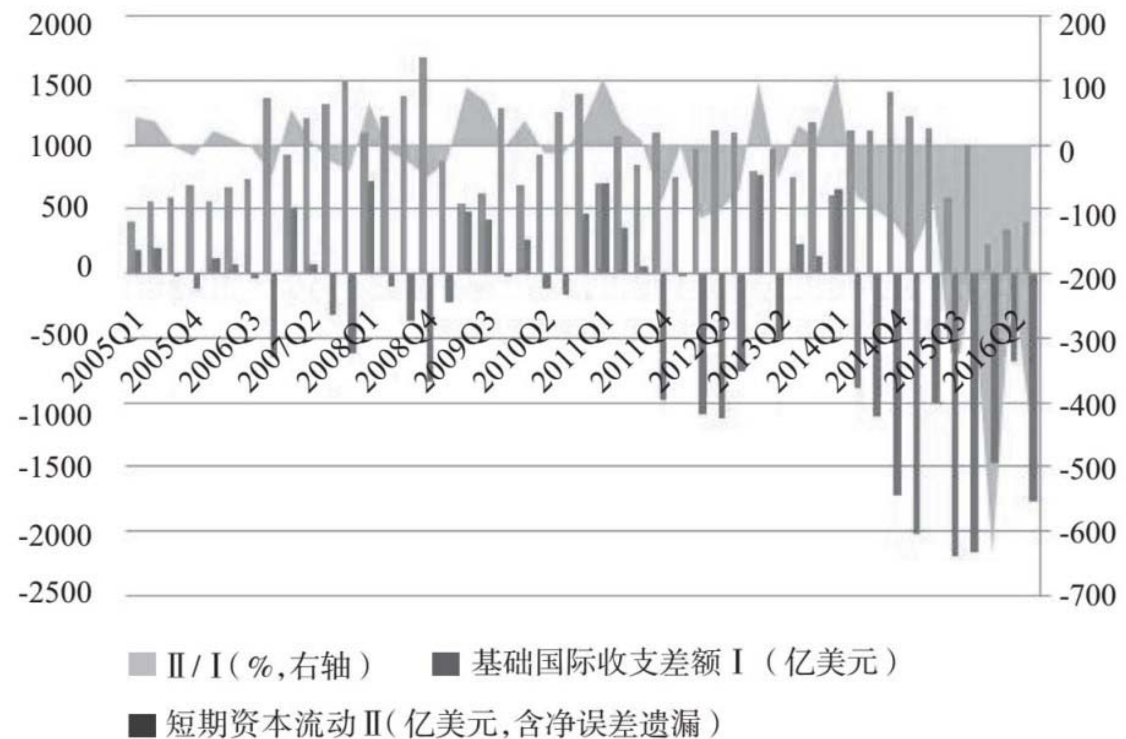


图4.17 当前我国外汇市场步入多重均衡状态

资料来源：国家外汇管理局。

当前人民币汇率波动表明国内外汇市场正处于多重均衡状态。㊟多重均衡状态意味着，在贸易顺差趋于稳定、经济成长不差、外汇储备依然充裕的给定情况下，资本流入抑或流出、人民币汇率升值抑或贬值的状况均有可能发生。这就是我国当前汇率调控所面临的现实约束，即不论人民币汇率是否处于均衡合理水平，市场汇率都不可能自

动稳定在均衡汇率水平上。而是，当市场普遍看多时，市场选择性地相信利好消息，如购买力平价，这时人民币市场汇率可能会相对均衡汇率出现过度升值，以致汇率高估；当市场普遍看空时，市场选择性地相信利空消息，如资产组合理论，这时人民币市场汇率可能会相对均衡汇率出现过度贬值，以致汇率低估。

需要特别指出的是，原本跨境直接投资是中长期资本流动，是稳定的资本流动，但在我国却呈现出一些受市场情绪驱使的短期化资本流动的特点。2014年年初至2015年第二季度，国际收支口径的对外直接投资项下为各季平均净流出327亿美元；但2015年第三季度至2016年第三季度，突然跃升至各季平均净流出587亿美元（见图4.18）。我国对外直接投资快速上升，固然有基于“一带一路”倡议、企业“走出去”战略、自由贸易区战略等多项新政策鼓励的合理因素，但“资产荒”并非中国所特有的，当下全球范围内都缺好资产。在经历了2015年中境内金融市场动荡造成的市场信心冲击后，我国对外直接投资突然大幅飙升，这似乎有违常理。况且，在境外不计成本地大肆收购宾馆酒店、影视公司、体育俱乐部等，也有重蹈当年日本之覆辙的隐忧。

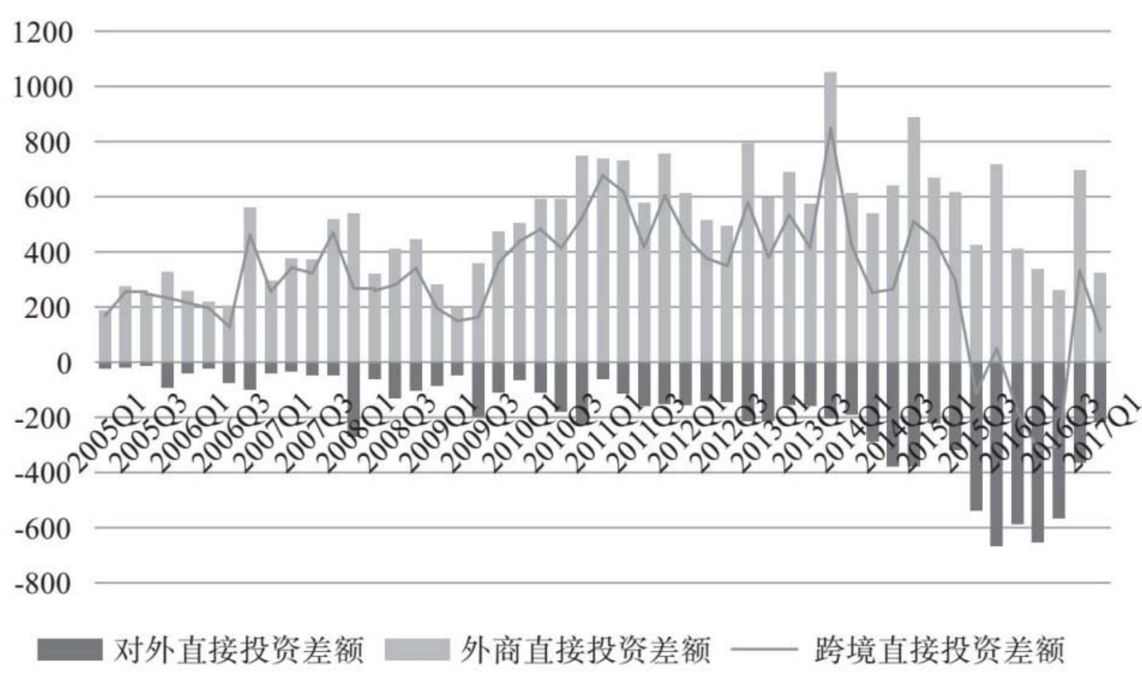


图4.18 我国跨境直接投资出现短期化趋势（亿美元）

资料来源：国家外汇管理局。

此外，近年来对外直接投资的超常增长，已逐渐对我国对外经济安全带来冲击。2014年，我国国际收支口径的直接投资项下为净流入1450亿美元，2015年则降到681亿美元，2016年更是转为净流出466亿美元。加上经常项目顺差收窄35%，2016年，我国基础国际收支顺差同比大幅减少了60%。外汇储备变化与短期资本流出之间本来是以基础国际收支顺差作为缓冲。此前，我国跨境直接投资项下始终为顺差，由此扩大了基础国际收支顺差，如今跨境直接投资转变为逆差，这就使得国际收支基础顺差大幅缩减，外汇储备的“护城河”变浅、“防火墙”变薄。2016年，尽管外汇储备余额降幅较2015年减少了38%，但剔除估值影响后的外汇储备资产实际降幅却增加了31%，资本外流形势仍不容乐观（见图4.19）。

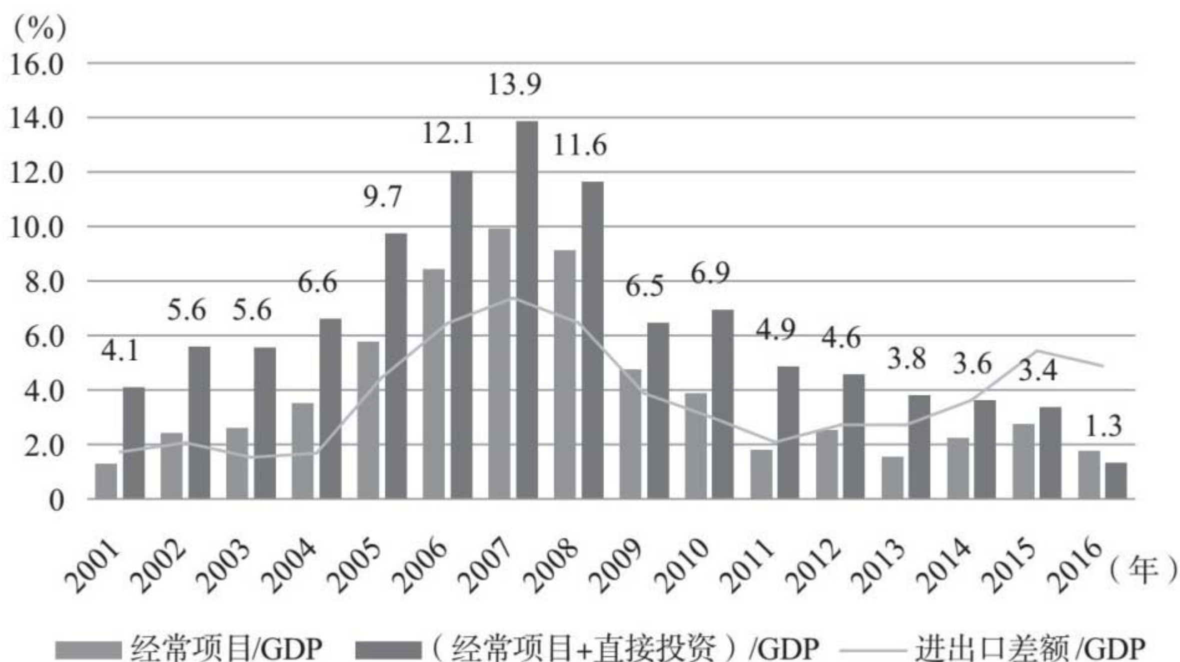


图4.19 跨境直接投资变化影响我国对外经济安全

资料来源：国家外汇管理局；国家统计局。

五、资产多元化配置是当前资本外流的重要渠道

如表4.1所示，国际收支口径的资本项目可分为资产方和负债方。其中，“资产方”就是指对外投资，包括对外直接投资、证券投资（如QDII、港股通）和其他投资（如对外放款、出口延期收汇）；“负债方”就是指利用外资，包括外来直接投资、证券投资（如QFII、RQFII、沪股通、深股通）和其他投资（如对外借款、进口延期付汇、境外持有人民币资产）。

从“资产方”看，自2005年年初起，除两个季度外，我国其他季度一直是净流出。只是在2014年第二季度之前，其中有些是政策性的境外资金运用，如设立主权财富基金、运用委托贷款和货币掉期支持海外收购等。2014年第二季度之后，随着市场环境的变化，境内主体自发性地增加了境外资产运用，到截至2016年年底的11个季度里，“资产方”一直是净流出（见图4.20）。

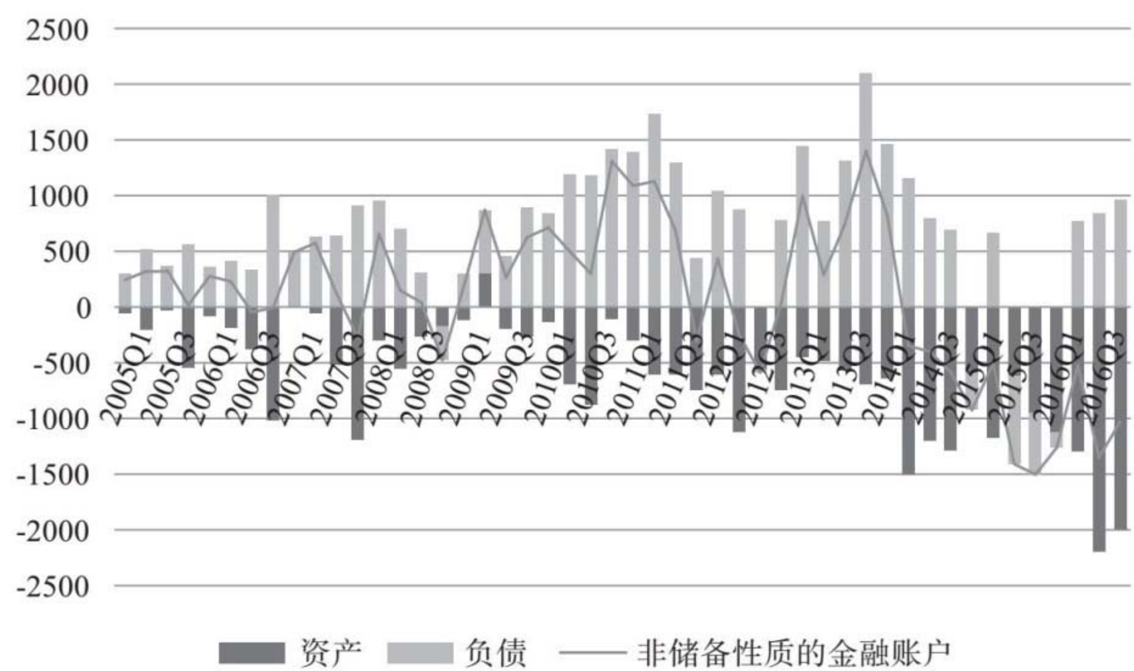


图4.20 “藏汇于民”是当前我国资本外流的主要动因（亿美元）

资料来源：国家外汇管理局。

从“负债方”看，从2005年年初到2014年第一季度，除两个季度外，其他季度均为净流入。其中，从2014年第二季度到2016年第四季

度，跨境资本持续净流出的11个季度里，受“偿还外债”影响，“负债方”也只有4个季度是净流出，其他季度仍为净流入（见图4.20）。特别是从2016年第二季度起，随着境内机构重新对外借债，以及境外主体重新增加人民币资产配置，“负债方”又恢复了净流入。

从年度数据来看，2014—2016年，我国资产项下分别净流出4629亿、3335亿和6611亿美元，负债项下分别为净流入4115亿、-1010亿和2441亿美元。这表明，负债端的资本流出压力已经基本释放，目前，我国资本外流的压力主要来自资产端境内机构和家庭增加外汇资产或境外资产配置的需求。这种情况下，稳定境内主体对人民币资产的信心，对于稳定跨境资本流动至关重要。

---

1. 如同Obstfeld(1994，1996)和Krugman(1999)所论述的，存在超越基本面因素，由市场预期决定结果的外汇市场的多重均衡状态。Obstfeld认为，在宏观经济基础稳定的情况下，政府和市场的行为可以用动态博弈模型来理解。由于政府的目的方程中包含多个政策目标，博弈过程会受到不同市场预期影响而出现多重均衡。Krugman也承认此种多重均衡的存在，并尝试以基于企业资产负债表的模型来解释亚洲金融危机。

第三节
完善汇率形成机制的改革方案选择

人民币汇率形成机制改革的核心在于货币当局将汇率定价权更多地让渡给市场，同时防止汇率价格脱离经济基本面的严重超调，防止汇率价格剧烈波动对企业和居民带来过于严重的冲击。归纳起来看，当前主流的观点主要有三种方案：一是继续参考篮子货币调节；二是恢复盯住美元窄幅波动；三是允许自由浮动。

一、方案一：允许汇率自由浮动方案

面对当前美元强周期和人民币汇率贬值压力，一种观点认为应“停止对外汇市场干预，一次性释放贬值压力”（余永定、肖立晟，2017）。这个方案的核心是宣布人民币对美元等其他货币实行自由浮动，完全由外汇市场供求决定人民币汇率，人民银行退出常态式的外汇市场干预，不再设定带有“管理”色彩的汇率中间价和浮动区间。作为该方案的推崇者，余永定等（2016）估计人民币汇率正常的贬值幅度5%~6%，不太可能出现超过25%的贬值。理由是“在世界经济史上，有谁见过拥有大量贸易顺差和经常项目顺差、客观的长期资本项目顺差、经济增长速度在6%~7%、拥有3万亿外汇储备的大国，货币会莫名其妙地贬值20%~30%?”具体来看，汇率自由浮动的利弊如下。

（一）优势

符合市场化改革方向，提升中国国际地位。让汇率自由浮动，体现了市场化的改革方向，完成了从固定汇率制度到有管理的浮动汇率

制度再到自由浮动汇率制度“三步走”的最后一步（张斌、何帆，2005）。从国际经验来看，这样的做法也符合国际惯例。自从布雷顿森林体系解体以来，浮动汇率制度逐渐成为主流（加侬、因特施维格，2015）。根据IMF 2015年公布的《汇兑安排与汇兑限制年报》，几乎所有OECD国家和重要的发展中国家都实行自由浮动汇率制度（余永定、肖立晟，2017）。中国采用有管理浮动汇率制度的“中间解”方式，在全球大国经济中比较少见。尤其是在美国特朗普政府高喊“美国第一”、退出《跨太平洋伙伴关系协定》（TPP）、不惜搞贸易战和贸易保护主义的环境下，经济全球化面临重大挑战。此时宣布人民币汇率自由浮动，是在向世界传递中国将“坚定不移发展开放型世界经济，在开放中分享机会和利益、实现互利共赢”（习近平，2017）的信息。

破解第二个“不可能三角”，改善外部失衡。“8·11”汇改后，中国经济面临外部失衡压力，出现了人民币汇率贬值—外汇资金流出—外汇储备下降相互强化的负反馈机制。这种外部失衡与过去20多年我国面临的国际收支“双顺差”有着本质的区别。国际收支顺差是软约束，只要货币当局进行外汇市场干预，顺差可以无限制地转化为外汇储备。而国际收支逆差是硬约束，不可能无限制持续下去。一个国家不可能长时间容忍国际收支逆差，必须要在储备降至零或低于可接受的最低水平前找到解决办法（甘道尔夫，2005）。这意味着在开放经济条件下，货币当局面临第二个“不可能三角”，即“必须在汇率浮动、外汇干预和资本管制三者之间选择其一”（管涛，2016b）。实行自由浮动是最简单的解决方法，“央行停止干预后，市场供求双方会自动找到让市场出清的人民币价位，这个价位上人民币的升值预期和贬值预期两股力量对等，人民币汇率就可以实现央行长期追求的双向波动”，这有助于“外汇储备的消耗得到最大限度的降低”（余永定、张斌、张明，2016年）。

提高出口竞争力，改善对内失衡。真正决定国家竞争力的变量是实际汇率。作为新兴经济体和发展中国家普遍存在工资价格刚性和国内非充分就业状态，名义货币贬值可能成为扩大需求、促进增长的“繁荣之路”（巴拉，2015）。从我国的实际情况看，当前我国有效总需求不足，尤其是投资需求下降速度很快。现在让名义汇率自由浮动，就意味着人民币汇率可能出现较大幅度的贬值，进而带动人民币实际汇率贬值，提高我国可贸易品的国际竞争力，达到用外需弥补内需不足的问题，有利于恢复国内经济均衡。

减少资本管制的依赖，避免更大程度的市场扭曲。资本管制是限制自发性外汇供求关系的做法，虽然对平衡外汇供求关系有积极的作用，但一定程度上代表了社会福利的损失。在让汇率自由浮动、继续参考篮子货币调节、恢复盯住美元窄幅波动三种方案中，让汇率自由浮动更少依赖资本管制等数量调节手段，更充分地通过人民币汇率贬值释放贬值压力。余永定（2016）认为，较为理想的状态可能是用5000亿美元换来人民币贬值不超过5%，就能解决外汇市场失衡的问题。且不论这个水平是否合适，但自由浮动确实有助于在较短时期内快速释放贬值压力，变单边预期下市场与央行之间的博弈转变为市场参与者之间的博弈，促进汇率的双向波动，增强外汇市场自求平衡、自我出清的能力。

（二）风险

引起较为明显的政策溢出效应。在开放经济条件下，汇率政策往往扮演着利益分配天平的角色，汇率制度变化也最容易为人所诟病。巴拉（2015）指出，“过去30年间发展中国家的高速经济增长、全球失衡加剧以及外汇储备的激增（特别是在高速增长的亚洲经济体中）……这些事件与亚洲经济体一贯的币值低估政策具有非常密切的联系”。1994年汇率并轨，相当于人民币汇率一次性贬值33%。但当时中国经济总量较小、开放度较低、贸易依存度较小，人民币汇率制度

的溢出效应有限。现在的情况则完全不同。作为大型开放的经济体，中国的政策已不可能独善其身。根据IMF（2014b；2015b）对中国等主要经济体外溢效应的评估报告，人民币正通过贸易、投资、金融市场等渠道对周边国家和全球经济产生溢出效应。国内相关实证研究显示，人民币实际有效汇率贬值1%，会导致中国对东盟出口增长1.08%，同时东盟对中国出口下降1.85%（秦响应、刘玉娟，2014）。亚洲开发银行中国执董办课题组（2015）的研究指出，“8·11”汇改后，受人民币兑美元贬值影响，亚洲其他国家货币均出现不同程度贬值。未来，让人民币汇率自由浮动还会引起其他国家的竞争性贬值，抵消人民币汇率贬值对我国出口的促进作用。

汇率自由浮动难以刺激经济增长。根据国际收支吸收分析法，汇率对总产出的影响包括闲置资源效应、贸易条件效应、现金余额效应、国民收入再分配效应、货币幻觉效应以及其他三种直接效应等（甘道尔夫，2005）。这些效应方向并不一致，汇率贬值对经济增长的作用并不确定。实践中，并不是每次汇率大幅贬值都能带来经济增长。比如，2014年，受乌克兰危机影响，俄罗斯卢布兑美元累计最大贬值幅度超过100%，全年累计贬值44.2%，当年11月10日，俄罗斯央行宣布即日起不再干预外汇市场，不再对卢布汇率设定浮动区间上下限。但如此大幅度的贬值，并没有帮助俄罗斯摆脱经济衰退。2015年，俄罗斯GDP下降3.7%，通货膨胀达到15.5%，全年卢布兑美元继续贬值20.3%。直到2016年，俄罗斯经济才基本企稳，卢布汇率才有所回升。人民币汇率自由浮动，不可能替代国内供给侧改革和总需求管理，消费、投资的关系短期内不可能理顺，汇率自由浮动不一定能换来经济触底反弹。经济稳才能货币稳。在浮动汇率情形下，如果没有见到经济的底就难言见到人民币汇率的底。

汇率自由浮动带来的金融风险不容小觑。余永定等（2017）认为，汇率大幅贬值超过25%时，需要关注的四类风险，通货膨胀、银行资产负债表币种错配、主权债务危机和企业外债危机中，中国只有

第四个问题比较突出。这种判断可能过于乐观。经济运行中，流量和存量、实体和金融、对外与对内等因素会相互转化，局部危机可能会演变成全局问题。中国的对外金融资产负债表结构就具有特殊性，官方部门长期处于对外净资产方，私人部门长期处于对外净负债方。自2015年开始，这种对外金融资产存量失衡的情况才有所改善。存量失衡在某种程度上决定了流量失衡的时间和空间。如果人民币汇率自由浮动变成了汇率持续贬值，有可能会刺激境内机构和家庭进一步增加外汇资产配置（实质上是某种程度的货币替代）。由于我国居民的大量金融资产是储蓄形式持有，流动性好，变现成本低，货币替代的倾向可能会更加突出，而其他国家居民持有的金融资产有不少是股票和债券资产，存在先套成现金，再换成外币的两道套现成本（梁红，2017）。中国间接融资为主的、银行信贷快速扩张导致的高杠杆金融脆弱性之所以没有演变成金融危机，很重要的一个因素就是储蓄存款源源不断，银行流动性充足，一旦老百姓纷纷将人民币储蓄转换成外汇存款甚至汇出，那么中国就有可能丧失流动性优势提供的风险处置时间。如果货币当局不主动投放流动性进行对冲，就会导致信贷紧缩和资产负债表的衰退（辜朝明，2016），而主动进行对冲，人民币汇率又将面临进一步贬值压力。

让汇率自由浮动面临汇率超调的难题。多恩布什（1976）提出汇率比购买力平价所确定的长期均衡水平更加不稳定的思想。1973年后布雷顿森林体系的实践也表明，汇率具有高度的不确定性（Meese & Rogoff，1983）。市场汇率不可能自觉稳定在均衡汇率水平上，而必然是围绕均衡汇率上下双向波动。在给定的基本面条件下，受市场预期的影响，市场既有可能向好的方向发展，也有可能向坏的方向发展。无论是好的还是坏的结果，都构成市场出清的均衡汇率，这就是经济学意义上的多重均衡（管涛，2016c）。支持让汇率自由浮动方案的学者中，有的明确表示没有必要过于担心人民币汇率贬值的冲击（余永定，2016）。实际或许没有这么简单。首先，学者们的观点并不完全一致。张明（2016b）就认为人民币汇率无论是短期、中期还是

长期都面临持续的贬值压力。其次，无论谁的观点都存在难以自圆其说的逻辑矛盾。按照余永定估计的5%~6%的贬值幅度，让人民币自由浮动和维持现有管理浮动的差别不大。如果小幅贬值就能够让市场贬值预期消失，那么我们就没有必要立即从有管理的浮动汇率制度转向自由浮动。反过来，如果人民币汇率需要大幅度贬值，那么自由浮动的风险就可能比较大。根据张明（2016b）的研究，基于有管理的浮动汇率都不能让市场取得汇率预期短期内稳定下来，凭什么25%的贬值幅度就能让市场相信汇率恢复到了均衡呢？否则汇率贬值的正反馈效应可能会从较大幅度的贬值放射出去，最终无法收敛到均衡、稳定的水平上。

人民币大幅贬值可能影响我国国际地位。在一定程度上以邻为壑的贬值政策，可能吞噬掉人民币汇率市场化改革的良好声誉。贬值的负面影响不仅表现为人民币汇率大幅波动一定会有溢出效应，同时可能招致更多的贸易报复和货币战争的指责，甚至给特朗普政府指责中国货币操纵以口实。从历史来看，2003年以来，以《2003年舒默法案》为起点，美国国会已先后提出涉华汇率方案超过70个。尤其是美国特朗普政府上台后，有可能将汇率和贸易问题捆绑在一起，援引《1988年贸易法》和《2015年贸易法》的文件，将中国列为汇率操纵国，进一步恶化我国的外贸环境。

专栏4-2 大幅贬值的国际经验

将一年累计贬值超过15%定义为大幅贬值，我们统计了布雷顿森林体系解体以来IMF数据库中所有的大幅贬值案例。在将近40年的历史当中，27个发达国家样本中累计发生大幅贬值72次，25个非发达国家中累计发生大幅贬值85次。全部52个样本国家当中发生157次大幅贬值。

绝大部分的大幅贬值发生在通胀或者贸易赤字背景下。以上所有157次大幅贬值的案例当中，148次大幅贬值背后都有较高的通货膨胀或者贸易赤字，或者二者兼具。只有9次大幅贬值发生在低通胀和贸易顺差的背景之下。表4.2列出了这9次低通胀和贸易顺差背景下的大幅贬值，及其大幅贬值的背景。这9次大幅贬值可以分为五类：（1）外向型经济体遭遇严重外部危机：韩国（2008—2009）、马耳他（1993）；（2）大幅放松货币条件，主动引导货币贬值：瑞典（2009）、日本（2013）；（3）货币体制变革：丹麦（2000）、瑞士（997）；（4）前期币值高估：日本（1996）、荷兰（1997）；（5）过度信贷和过度外债：印度尼西亚（2001）。

表4-2 大贬值案例

国家		年份	贬值幅度	大贬值背景
发达国家	丹麦	2000	47.84	使用欧元
	日本	1996	15.65	前期大幅升值（前两年升值56.8%）
	日本	2013	22.31	安倍经济学，货币大幅增发
	马尔他	1993	19.87	欧洲经济危机
	荷兰	1997	15.74	盯住马克，马克贬值带动荷兰盾贬值
	瑞典	2009	16.12	货币当局降低利率引导贬值
	瑞士	1997	17.42	每一个瑞士法郎的黄金含金量由40%降低到25%
非发达国家	印度尼西亚	2001	21.84	银行危机＋外债危机
	韩国	2008—2009	7.41	全球金融危机

以上国际经验说明，外汇市场并非如很多人担心的那样无效。历史上发生的大幅贬值，绝大多数是在经济基本面出现严重问题、货币体制或者货币政策突变，抑或处于严重外部危机的背景下才会发生。中国经济目前所处的背景是中速增长、低通胀、巨额贸易顺

差、没有严重的外部经济危机、国内金融体系风险总体可控、外债已经下降到较低规模。从国际经验上看，这种背景下货币出现大幅贬值的概率非常低。

理论上关于贬值、经济增速和物价关系的结论是贬值会提高总需求，提高经济增速并抬高物价水平。现实情况如何呢？贬值案例中，有41次大贬值发生当年的经济增速高于贬值前一年，95次大贬值发生当年的经济增速低于贬值前一年。75次大贬值当年的通胀（CPI）大于前一年，52次低于前一年。这个样本表面上看是贬值会伴随大概率事件的经济增速下降和通胀抬升。但这不是因果关系。大幅贬值本身是个结果，这个结果背后的推动因素往往是经济下行和通胀上行的力量。与其说贬值带来经济增速下降和通胀上升，不如说共同的负面因素带来了货币贬值、经济增速下降和通胀上升。

控制了共同负面因素的影响之后，检验贬值本身与经济增速和通胀的关系才能为贬值与经济增速、通胀之间关系提供更有说服力的证据。贬值前没有严重通胀和贸易赤字预示着这些经济体之前没有严重的负面因素冲击，发生了大贬值之后的经济增速和通胀变化可能更多反映了贬值的影响。在9个低通胀和贸易顺差的大贬值样本中，6个样本的贬值当年经济增速高于前一年增速，3个样本低于前一年增速。这3个样本分别是马耳他（1993）、瑞典（2009）和韩国（2008—2009）。这三个大幅贬值样本也很难把经济增速下降归咎于贬值，因为贬值当年都遭遇了严重的外部经济危机，外部危机可能是贬值和经济增速下降的共同驱动因素。9个大幅贬值样本中多数国家在大幅贬值时出现了通胀抬升，但是抬升幅度很有限，只有印度尼西亚（2001）的通胀抬升幅度很大。印度尼西亚在大幅贬值背景下通胀压力较大的原因是需求面猛烈上升后，相对单一和落后的经济结构使其供给弹性较低，带来了较大的价格上升压力。

（张斌）

二、方案二：恢复盯住美元窄幅波动

另一种选择是借鉴1997年亚洲金融危机时期以及2008年国际金融危机爆发的经验，宣布人民币兑美元重新固定在一个中间价水平，收窄人民币兑美元波动幅度。这种方法相当于从现有的“中间解”转变为“两极解”的固定那一极。但需要特别强调的是，这种转变不会改变人民币汇率制度市场化的价值取向，与历史上曾经应对外部冲击时采取临时性政策的做法相似，即使选择盯住美元的“角点解”，也不过是权衡利弊得失的权宜之计，是短期的汇率政策。具体来看，这种利弊关系表现如下。

（一）优势

有成功的经验可资借鉴。回顾1994年以来的汇率制度变迁，在有管理的浮动汇率制度框架下，我国在1998—2000年和2008—2010年都曾采取过盯住的汇率政策（可见本章第一节内容）。从历史经验来看，在面对人民币贬值压力时，采取恢复盯住的汇率政策发挥了积极作用，并有过成功的实践。

有利于提高政策可信度。目前，我国面临资本外流压力，其中既有基本面的原因，也有市场情绪的问题。早自2014年第二季度起，我国就出现了持续的资本净流出。“8·11”汇改的本意是优化人民币兑美元中间价的报价机制，并不是要主动寻求人民币汇率贬值。但由于浮动汇率定价机制的设计，直接导致8月11—12日，人民币汇率中间价依据上一日收盘价连续下调，市场交易价连续跌停，这引起了关于人民币加入竞争性贬值的市场恐慌，导致资本流出压力急剧扩大。汇率预期引发的资产配置需求是短期人民币汇率波动的主要原因（肖立晟、张明，2016）。如前所述，2016年引入基于规则的、透明的人民币汇率定价机制，在下半年随着人民币兑美元汇率快速走低，贬值预期进一步加剧。恢复盯住美元窄幅波动的汇率政策，有助于为市场提供清

晰的锚，提高政策公信力，抑制因为贬值恐慌出现的资本外流。2015年9—12月，境内企业之所以减持外汇存款，主要原因并不是改变了汇率预期，而是因为当时人民币兑美元汇率不跌反升，持有美元要蒙受利差和汇差双重损失。2017年1月，境内外人民币汇率止跌回升，且境外汇率相对境内汇率偏强，企业基于财务考虑，主动将外汇调回境内结汇。

为其他改革和调整争取时间。当前，我国经济工作既要稳增长，又要防风险，面临内部、外部诸多不确定、不稳定的因素。仔细分析，目前的经济状况与1998年亚洲金融危机时期比较相似，我们面临着对内平衡（经济下滑）和对外平衡目标（国际收支逆差）的两难困境（管涛，2016c）。其中，经济基本面弱化无疑是主要矛盾。从根本上来说，只有提高中国的劳动生产率、投资回报率，夯实经济增长的潜在基础，才能稳定汇率预期，改变人民币汇率长期贬值的局面（张明，2016c）。当前，如果通过实行可信的汇率政策，能够消除贬值恐慌引发的资本过度流出，将有助于为供给侧改革创造条件、赢得时间。

（二）风险

意味着汇率市场化改革的倒退。汇率市场化改革是我国完善人民币汇率形成机制的方向，1994年实行有管理的浮动以来，人民币汇率制度的市场化程度不断提高。现在突然退回到盯住美元窄幅波动，等于宣告“8·11”汇改参考篮子货币调节的汇率新机制试验暂停，市场需要重新适应。这有可能会引起市场的高度争议，被视为是改革的倒退（金中夏，2017年）。长远看来，恢复盯住美元窄幅波动，不利于增强市场主体规避汇率风险的意识，强化汇率的隐性担保和市场的道德风险，制约外汇市场发展。

为维持汇率稳定需要加强资本管制。根据开放经济的“三元悖论”，既要保持货币政策独立性，又要维持汇率稳定，就必然需要加强

资本流动管理。加强资本管制不仅提高了市场主体利用国际国内“两个市场、两种资源”的成本，影响贸易投资便利化，同时也带来了对中国是不是要走资本管制老路的担忧。这在一定程度上与十八届三中全会确定的“发挥市场在资源配置中的决定性作用”和“金融业对内对外开放”思路相抵触。

可能造成经济福利的损失。恢复盯住美元必须确定一个合理的汇率水平。这个合理的汇率水平应该大体能够接近均衡汇率的水平，同时使对内平衡和对外平衡。但均衡汇率是个理论概念，实践中并没有市场公认的、统一的标准或模型。均衡汇率不是测算出来的，而是在交易中市场试错试出来的，在这方面政府和市场都不具备特别的信息优势（管涛，2016c）。在美元走强的背景下，盲目盯住美元让人民币汇率被动升值，会对国内出口竞争力和物价走势产生负面影响。如果是把人民币汇率稳定在一个不可持续的高估水平上，反而会恶化国际收支状况（余永定，2016），最终难以维系。

减弱对外金融交往的主动。在强美元的形势下，美国新政府指责包括中国在内的主要贸易伙伴国货币操纵。如果我们单边采取盯住美元的汇率政策，那么就不能把汇率作为对外金融谈判的砝码，这在一定程度上束缚了自己的手脚。

三、方案三：继续参考篮子货币调节

第三种选择是继续坚持2015年“8·11”汇改的做法，保持人民币有管理的浮动汇率制度的现行调控方式，并对参考货币篮子不断优化。

（一）优势

保持了汇率改革的连续性和稳定性。参考篮子货币的中间价形成方式同时照顾到了以市场供求为基础、参考篮子货币以及保持人民币（兑美元）汇率基本稳定的几个目标，这其实也是2005年7月21日人民币汇率形成机制方案确定的改革目标。现有的汇率制度是10多年汇率制度改革的成果的延续，是之前改革成果的继承和发展（张明，2016b）。

保持了汇率政策的透明度。2016年2月起，央行正式对外公布了透明的人民币汇率中间价定价公式，即"中间价=上日收盘价+篮子货币汇率"。这套规则经过一年多的尝试，外汇市场参与者已经对规则有了比较充分的理解，能够基于规则准确地预测每个交易日的中间价。2016年下半年，当人民币兑美元刚开始出现快速下跌时，由于市场理解是因为美元强导致的人民币弱，而不是竞争性贬值，因此，并没有像前两次那样对境内外金融市场产生冲击。2017年5月底，外汇市场自律机制秘书处对外披露，在汇率中间价定价机制中引入"逆周期调节因子"，更多反映国内经济基本面的变化，这将使影响汇率的因素更加复杂化但也更加精准化，不能简单认为就必然降低汇率政策的透明度。况且，相信"逆周期调节因子"应该不会经常采用，而只是特殊情况下才会引入，所以对汇率政策透明度的影响也有限。

兼顾了汇率稳定和提高竞争力。在货币政策独立性、资本自由流动和浮动汇率制度三者之间，可以自由选择两个角点解，那么第三个变量你将失去选择权，只能得到角点解。对于那些希望鱼和熊掌兼得的监管者来讲，这种结果并不令人满意。"中间解"的汇率制度基本功能就是兼顾了固定汇率和浮动汇率两种制度的优点。一方面，在美元强势的情况下，人民币汇率能够在一定程度上对美元贬值，保持出口竞争力。另一方面，人民币相对于非美元货币保持稳定或小幅升值，确保人民币对篮子货币的基本稳定（肖立晟、张明，2016）。通过2016年一年时间的调整，国际清算银行口径的人民币有效汇率指数已

降至2014年年底的水平，这在一定程度上释放了2014年下半年以来，人民币汇率伴随着美元被动升值的压力。

（二）风险

有管理浮动存在内在的缺陷。它兼具固定汇率制度和浮动汇率制度的双重特征，具有内在的不稳定性。一方面，这种中间汇率制度将固定汇率和浮动汇率的优点集于一身，获得两种汇率制度优点，但同时也不可避免地将固定汇率制度和浮动汇率制度的不足集中在一起。参考篮子货币调节的制度就是这样一个矛盾结合体，尤其是在市场存在贬值预期的环境下表现得尤为明显。“中间解”是什么都舍不得放弃的多目标组合，由此导致政策工具和目标相互交织。从目标上看，稳定汇率、保持外汇储备和资本自由流动构成了“不可能三角”；从工具上看，汇率浮动、外汇干预和资本管制也构成了“不可能三角”。如果选择的是“角点解”，就意味着在放弃一个目标的同时获得了政策工具的自由度，而什么都不愿意舍弃的“中间解”意味着所有的工具都不拥有完全的自由度。最终，连当局都无法分清楚到底要用什么手段来达到什么目标。

稳定汇率的作用难以充分发挥。首先，目前的中间价形成方式存在内生的贬值动力。依据收盘价，意味着中间价取决于外汇市场供求，主要与资本流动相关；参考篮子货币，意味着中间价还要考虑其他货币的相对价格，主要与贸易活动相关。由于“汇率对资本流动的反应速度远远高于贸易余额，所以，篮子货币经常被收盘价牵引着往下走”（肖立晟、张明，2016）。这表明中间价形成机制中内嵌了一个非对称性贬值的机制，人民币汇率易跌难涨（钟正生和张璐，2016；余永定和肖立晟，2016）。其次，目前的中间价形成方式无法掩盖贬值的政策意图。“8·11”汇改以来，当市场人民币贬值预期强化、资本流出放大时，央行强化对外汇市场的干预，令人民币币值不贬反升；当市场的人民币贬值预期弱化、资本流出减少时，央行停止或弱化对市

场的干预，允许人民币小幅贬值（余永定、张斌、张明，2016）。这种汇率方式被市场形容为“偷偷贬值”。从这个意义上说，参考篮子货币调节的方式并不能真正取信于市场，让市场相信新的机制能保证人民币汇率稳定。恰恰相反，新的机制让越来越多的投资者从人民币多头转变为人民币空头，贬值预期只是被暂时抑制住了，积累着等待下一次更大规模的爆发。

既消耗外汇储备又影响政府声誉。自由浮动选择让价格调整，通过汇率贬值到位消化贬值预期。由于市场和政府根本不知道供求均衡的位置在哪里，汇率贬值可能超调。盯住美元选择让数量调整，通过外汇市场干预和资本管制来平抑外汇失衡。这两种机制都是有代价的。参考篮子货币进行调节是不是能比“两极解”做得更好呢？实际情况是，当选择参考篮子货币进行调节的有管理浮动汇率制度时，事实上就意味着我们将丧失保持外汇储备稳定和资本自由流动的选择权，货币当局只能在“减储备”和“控流出”之间进行某种程度的搭配组合，不可避免要在得名（维护改革开放形象）和得利（维护外汇储备）之间进行权衡。2016年年末，我国外汇储备余额下降到接近3万亿美元，外汇储备下降的很大部分都是用来维持外汇市场稳定（国家外汇管理局，2017）。从2015年“8·11”汇改算起，一年多的时间大约花了1万亿美元的外汇储备，外汇储备消耗得太快（余永定、张斌、张明，2016）。现在加强资本管制，对中国的改革开放形象有一定的负面影响，以至于货币当局不得不强调“打开的窗子不会关上”，采取的是“在现有外汇管理框架下，加强真实性合规性审核的措施”（潘功胜，2017b）。

参考篮子货币调节对实体经济体提振作用有限而金融冲击不容小觑。理论上，真正影响一国出口产品价格竞争力的是多边汇率而非双边汇率。所以，过去一年多时间以来，人民币汇率指数的下跌对于改善出口竞争力应该是有帮助的。但是，正如我们所看到的，在世界经济复苏疲软的背景下，2015年和2016年我国依然经历了出口的负增

长。另一方面，伴随着人民币双边和多边汇率的不断下跌，其金融渠道和信心渠道的负面影响逐步显现。近年来我国对外直接投资项下出现了一些异常的变化。2014年，我国直接投资项下，国际收支口径的净流入是1450亿美元，到2015年降为621亿美元，2016年更是变为净流出466亿美元。跨境直接投资应该属于中长期资本流动，具有较强的稳定性，但在“8·11”汇改前后中国对外直接投资出现了非常戏剧性的变化，这不仅仅是“走出去”可以解释的，其中可能包含不太正常的成分。

四、如何走向清洁或自由浮动

如前所述，目前没有无痛的汇率解决方案，无论是固定或者浮动的“角点解”，抑或是参考篮子货币调节、有管理浮动的“中间解”，都有利有弊（见表4.3）。无论采取哪种汇率选择方案，事前都难以准确预估其利弊影响。因此，无论选择哪种汇率安排，关键可能不是评估它会带来的好处，而是要防止低估它可能引发的风险。要事前沙盘推演各种实施方案可能面临的问题，在情景分析和压力测试的基础上做好应对预案（不仅要考虑外汇市场可能出现的状况，还要考虑其他市场可能产生的传染效应），从最坏处打算、争取最好的结果。

表4.3 三种汇率形成机制改革方案的比较

不同方案优劣比较	允许自由浮动	恢复盯住美元窄幅波动	继续参考篮子货币调节
优点	破解“不可能三角”难题，改善外部失衡	借鉴过去成功的经验，应对外部失衡压力	兼顾改革的连续性和形势的稳定性
	符合市场化改革方向，提升中国国际地位	进一步提高汇率政策可信度	保持汇率政策的透明度
	提高出口竞争力，改善对内失衡	为其他改革和调整争取时间	兼顾了汇率稳定和提高竞争力
	减少资本管制的依赖，避免更大程度的市场扭曲	在盯住美元可信的情况下，对资本管制的依赖将小于参考篮子调节，但大于自由浮动	在美元弱势的情况下，对资本管制的依赖小于盯住；但在美元强势的情况下，因为政策可信度原因，对资本管制的依赖更大
风险	有政策溢出效应	汇率市场化改革的倒退	有管理浮动存在内在的缺陷
	汇率自由浮动难以刺激经济增长	为维持汇率稳定需要加强资本管制	稳定汇率的作用难以充分发挥
	汇率自由浮动带来的金融风险不能小觑	可能造成经济福利的损失	既消耗外汇储备又影响政府声誉
	让汇率自由浮动面临汇率超调的难题	减少对外金融交往的主动	对实体经济体提振作用有限，但金融冲击不容小觑
	人民币大幅贬值影响我国国际地位	人民币成为美元的替代品，长远看将制约人民币国际地位	对人民币国际化的影响不确定

资料来源：中国金融四十人论坛整理。

实现人民币汇率清洁浮动或者自由浮动是人民币汇率市场化改革的最终目标。如果采取第一种方案，人民币汇率现在就可以一步到位地走向自由浮动。如果采取第二、第三种方案，则人民币汇率还需要择机经历从有管理浮动到清洁浮动的惊险一跃。当形势于我有利、国际资本回流、人民币汇率重现升值压力时，无论是从第二种还是第三种方案跳跃到自由浮动，风险均相对可控；当形势于我不利、资本持

续外流、人民币面临贬值压力时，则后两种方案各有利弊，需要具体情况、具体分析。

为提高人民币汇率市场化改革承诺的公信力，可择机对外宣布一个走向汇率清洁浮动的时间表和路线图，比如，可对外宣布到2020年实现人民币汇率自由浮动（或清洁浮动），其中，先实行不事先宣布浮动区间的有管理浮动，即把汇率中间价真正变成市场可交易的定盘汇率（fixing price）并取消浮动区间，然后再到自由浮动。

之所以将2020年作为一个重要的时间节点，是因为根据《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，到2020年，“在重要领域和关键环节改革上取得决定性成果，完成本决定提出的改革任务，形成协调完备、科学规范、运行有效的制度体系，使各方面制度更加成熟更加定型”。相信届时市场配置资源的决定性作用已经基本确立，而汇率作为一种基础的要素价格，必然需要市场化定价，同是人民币汇率市场化哪怕不是进一步扩大金融开放的前提条件也必然是不可或缺的配套条件。当然，人民币汇率自由浮动不一定要等到2020年最后一天才实现，只要条件成熟，任何时间都可以宣布清洁浮动。

之所以下一步选择不事先宣布浮动区间的有管理浮动，主要有以下几点考虑：

一是进一步扩大汇率浮动区间意义不大。通常情况下，主要货币日间汇率波幅±2%已经足够。同时，“8·11”汇改以后，为提高汇率中间价的基准地位和代表性，实际做法是扩大隔日汇率中间价的波幅，而收窄日间汇率波幅（2015年年初至“8·11”汇改之前，日间市场汇率相对中间价的最大偏离幅度平均为1.53%，“8·11”汇改以后至2017年3月底为0.22%）。

二是考虑到中国国情。在有管理浮动迈向自由浮动的过渡阶段，还需要保留政府平滑汇率过渡波动的权力，同时能够起到稳定市场预

期的作用。其间，只要改革的方向是不断放松行政管制和外汇干预，就与政府的改革承诺是一致的。

三是有助于央行摆脱汇率浮动区间的束缚，增强汇率调控的自主性，特别是更好应对走向自由浮动初期市场可能出现的剧烈震荡。实际上，当前对于离岸市场人民币汇率调控的效果之所以好于在岸市场，就在于离岸市场上央行不受每日波幅±2%的“熔断”限制。

四是有助于实现汇率制度的无缝对接，减少汇率转型的市场冲击。如新加坡实行的就是“BBC”框架下的有管理浮动，即不事先宣布浮动区间的（band）、参考篮子货币（basket）、爬行浮动（crawling）安排。

宣布这样一个路线图、时间表，具有较强的信号作用，对外宣告中国政府坚定不移推进改革开放的庄严承诺。[注]同时，也有利于引导市场树立正确的金融风险意识，把当前的汇率维稳当作临时状态而非经常状态，逐步培育和增强适应汇率弹性增加的能力。不要事到临头，市场又出现过度反映，给改革带来阻挠。

---

1. 2016年2月26日，美国前财长在参加二十国集团上海会议前接受媒体专访时曾经表示，美方理解中国的汇率改革，人民币不再硬性盯住美元的做法，但是希望中国现在就能向外界表明，当市场需要人民币兑美元升值时它愿意顺势而为，也就等于充分证明了自己的政策方向。

第四节
作为大国的人民币汇率政策选择

一、对内平衡优先的大国策略

汇率政策是大国次要的经济政策。开放经济宏观调控的四大目标，既有经济增长、增加就业、物价稳定等对内平衡目标，又有国际收支平衡的对外平衡目标。当经济对内与对外平衡目标同时达成时，我们就说该经济体达到了均衡状态。然而，经济内外同时平衡是相对的，内外平衡冲突却是绝对的。当二者冲突时，大国通常是对内平衡目标优先，也就是国际收支平衡一定会让位于增长、就业和通胀目标。因此，大国对汇率政策一般采取善意忽视（benign neglect）的态度，把汇率水平变化当作结果而非目标。在现实世界里，采取固定汇率安排的通常是小型开放经济体（也称小国经济），大型开放经济体（也称大国经济）却鲜有这样做的。欧元则是一个非常有趣的货币实验：欧盟成员作为小型开放经济体，先是在欧洲经货联盟框架下实行联合浮动汇率安排，继而选择了永久的、不可撤销的固定汇率安排，引入了欧元这一超主权货币；但欧元区作为世界第二大开放经济体，欧元对其他货币却是浮动的，欧央行的主要职责不是稳定欧元汇率，而是稳定欧元区物价水平。从这个意义上讲，欧元的诞生更多是将货币政策向欧央行集中让渡，而非简单的引入固定汇率安排，因为区内主权货币都已经不存在了，何来货币之间的比价关系，现在IMF已经将欧元区归入了自由浮动汇率安排。

发达国家非常规货币政策的辩词。20世纪末的亚洲金融危机期间，遭受危机的新兴市场为阻止本国外汇储备流失和本币汇率贬值，

均采取了财政和货币政策紧缩的措施。结果，国际收支危机演变为全面的经济和金融危机，国际货币基金组织开出的危机处方饱受诟病。2008年全球金融危机以来，美国实施量化宽松货币政策（即QE）引起了关于货币战争的争议。但美国一直强调，美联储实施量化宽松的货币政策，主观是为了稳定美国的经济和金融，避免通缩和流动性陷阱，客观造成了美元供给增加、对外贬值。但美国好，世界便好，因此，量化宽松不是货币战争，不是竞争性贬值（Bernanke，2013）。基于类似的理由，日本实施“安倍经济学”，启动质化量化宽松货币政策操作后出现的日元汇率大幅贬值，也得到了主要发达经济体的理解和认可，而不被指责为货币竞争性贬值。不可否认，自危机以来，美日欧等主要发达经济体纷纷实施QE，造成全球松货币、低利率环境，确实令新兴市场承受了脱离本国基本面的资本流动冲击的压力，而被反复地“剪羊毛”。这是由大国与小国在经济全球化中的不平等地位所决定的，也反映了现行基于主权信用的国际货币体系存在的非公平性、非合理性。然而，任何政策选择均有机会成本，目前看来还没有找到可付诸实施的替代方案。

不要把国际政策协调想得太理想。汇率是一种货币相对于另一种货币的比价关系，因此，汇率政策天然具有外部性。汇率政策成为战后国际经济政策协调的重要内容，如布雷顿森林会议确立的全球性固定汇率安排，广场协议和卢浮宫协议确定的美元与日元、德国马克之间的汇率调整安排等。主要货币之间汇率大起大落，被认为是造成国际金融动荡的重要原因。国际货币体系改革的一个重要提议就是要在主要货币之间建立有管理的浮动汇率安排。然而，对此倡议，应者寥寥。究其原因，因为相关大国不可能为尽国际义务而牺牲本国的对内平衡。可见，构建国际金融新秩序，不能仅从道义高度提出应该做什么，而应该寻找平衡各国利益诉求的最大公约数，考虑能够做什么，否则就只能是海市蜃楼。本轮危机初期，各国之所以能够迅速采取一致的经济刺激行动，就是因为世界经济衰退已经成为全球性的头号威胁，稳定经济和金融成为各国的共识。而现在新兴市场与发达国家之

间以及发达国家内部走势分化，相应地国际政策协调难度也就大大增加。

二、汇率应作为工具而非目标

汇率稳定其实是货币幻觉。新兴市场具有因本币不可兑换造成的国际清偿能力约束，以及因本土金融市场发展滞后导致的对外大量举债等“原罪”（original sins）。因此，新兴市场普遍存在汇率“浮动恐惧”（fear of floating）：既担心汇率升值影响出口创汇，又害怕本币贬值增加对外偿债负担，于是倾向于对汇率波动尤其是双边汇率波动进行管理。然而，由于主要货币之间汇率自由浮动，当局只能稳定本币对某种货币的双边汇率，却难以稳定本币对多种货币的多边汇率，而多边汇率（即有效汇率）才是影响出口竞争力的主要因素。当名义汇率调整不充分时，又会通过金融和贸易渠道影响国内通货膨胀和资产价格走势，进而引起实际汇率的调整。也就是说，当局能够稳定名义汇率却不能稳定实际汇率。另外，为维护名义汇率稳定，当局还可能加强资本管制，这也会增加市场交易成本，相当于本币变相对外升（贬）值。但与市场形成的汇率升（贬）值相比，这种变相的升（贬）值只会单方面增加外汇流入（出）的成本，却不会降低外汇流出（入）的成本。

稳汇率加大利率调控难度。在全球经济日益一体化的今天，不管大国还是小国，不论愿意还是不愿意，都不同程度地融入金融全球化。利率和汇率是市场经济条件下宏观调控的两个重要价格杠杆。在资本自由流动的情况下，如果选择汇率稳定，则势必会束缚利率政策的手脚。结果，汇率对外部平衡、利率对内部平衡的调节作用全部缺失，造成一系列市场扭曲。日本陷入长期经济停滞，很大程度上就与1985年“广场协议”后，为阻止日元过度升值而实施低利率政策引发的

资产泡沫有关。泡沫破灭后，日本银行业出现倒闭风潮，日本陷入长期的通货紧缩、流动性陷阱和资产负债表衰退，经济从此一蹶不振。本次危机中，中国香港地区因为实行联系汇率制度，绑定了港币与美元之间的利率联系，造成了输入型的流动性过剩，助推了当地资产价格膨胀。

稳汇率与稳物价难以兼得。一般理解，我国央行货币政策目标中的“保持币值稳定”，是指对内稳定物价、对外稳定汇率。然而，这可能是央行难以完成的任务。如前所述，在名义汇率与实际汇率稳定不可兼得的情况下，货币“对外升值、对内贬值”并非不可解释。伴随着汇率升值压力的国内原材料价格上涨，以及用工用地成本上升等，最终一样会损害本国出口竞争力和外商投资环境。2005年汇改以来，外商投资企业和加工贸易方式在我国外贸进出口中的占比均回落了约20个百分点。事实上，即便美国、日本、欧元区等主要发达经济体央行，其货币政策的币值稳定目标也都只是指向物价稳定，而不负责汇率政策。相反，当国内面临通胀压力时，本币汇率升值被视为反通胀的政策工具。

三、明天的中国汇率政策畅想

明确中国的经济定位。因为中国的经济金融体量大、对外贸易投资规模大，所以中国应该被定位为大型开放经济体。当然，由于贸易大而不强、金融开放相对滞后，中国还远没有达到是国际商品和金融市场价格决定者的大国经济的程度。即便如此，体量大也意味着中国经济的回旋余地大、抵御外部冲击的承受力强，我们在涉外经济政策和对外部门开放方面的选择应该有别于小型开放经济体。作为经济大国，应该对内平衡优先，对外平衡应该服从于对内平衡目标。维护币

值稳定，关键是把自己的事情做好。强势的经济自然造就强势的货币。

摆正汇率政策的位置。历史上，人民币汇率政策在我国经济体制改革和宏观调控中一直扮演着非常重要的角色。它是发挥市场调节作用、减少政府行政干预，推进外贸外汇体制改革的重要推手；是消除计划经济时期的汇率高估，实施出口导向型经济发展战略的重要政策；是通过维护双边汇率稳定，引入货币锚，反通货膨胀的重要工具；是通过增加人民币汇率弹性，纠正汇率失调，促进国际收支基本平衡的重要调节手段。但是，将来完成人民币汇率市场化改革后，汇率政策要还原其本来面目，不是目标，而是工具和结果。在央行淡出外汇市场常态干预的同时，汇率政策应该逐渐淡出政府议事日程，被善意地忽视。汇率政策应该逐渐成为金融外交的重要议题，而非国内政策议题。同时，将来汇率涨跌也应该逐渐变成只是市场关心的金融变量。汇率是否均衡，你说了不算，我说了也不算，唯有市场说了算。我们应该有这种自信！

认清汇率政策的作用。汇率政策是宏观调控的重要工具，却不能包治百病，甚至不能起到决定性作用。资本天然是逐利的、顺周期的。经济失败会招致货币攻击，但经济成功有时也不能避免。国际资本往往因为东道国经济前景看好而大量流入，助长东道国通货膨胀和资产泡沫的压力。一旦东道国经济下行，资本反向流出，又可能加剧东道国经济金融紧缩的压力。所以，国际资本流动有时也被认为是对经济成功的惩罚，我国周边国家在亚洲金融危机期间由盛而衰的教训就是前车之鉴。经济越成功，我们就越要有忧患意识。要时刻警醒，资本流动冲击都是先从资本流入开始的，只有前期的大量流入，才会有后期的集中流出。增加汇率弹性，有助于减少无风险套利的资本流动。但相信却不能迷信市场，在发挥市场决定作用的同时，还要更好发挥政府的作用。要建立健全宏观审慎框架下的外债和资本流动管理体系，发挥逆周期调节功能，包括央行适时适度的干预，熨平外汇市

场的过度和异常波动。要进一步提高市场透明度，增加数据和信息披露内容及频率，减少信息不对称，提高市场有效性，便利市场识别和管理风险。

四、强势美元政策的中国启示

强势美元政策的具体内涵。1995年，美国财长鲁宾提出“强势美元政策”的概念，明确表示“强势美元政策符合美国的利益”。强势美元政策的内容从未被明确定义，也没有具体的实施手段和工具。只不过强势美元政策提出以后，“口头干预+货币政策”成为美国汇率管理的主要方式。贝南克（Bernanke，2004）指出，货币当局的口头干预不仅可以给市场释放关于未来政策的信号，改变投资者预期，而且可以通过提供有关的私人信息，影响包括汇率在内的有关资产价格。过去20年来，不管美国经济形势和美元走势怎么变，美国财政部支持强势美元的表述没有发生根本变化（见表4.3）。而且，往往是美元弱势的时候，美国反而更加强调强势美元。强势美元政策的完整内涵可以概括为：强势美元来自强势经济支撑，强势美国经济有利于全世界；政府只要坚守有效的经济政策，汇率就会走上应有的轨道，而不必人为地推高美元（宋运肇，1999）；宣称支持强势汇率，在中长期维持市场对美元的信心，并保留干预的权利；常态情况下，对汇率政策“善意忽视”，国内宏观经济管理的目标优先于汇率管理目标，不采取直接干预措施支持某个特定的汇率水平，让汇率成为宏观政策的结果、反映经济基本面的变化（邓立立，2008）。

表4.3 鲁宾之后的美国财政部长对美元汇率政策表述

财政部长	任职时间	对美元汇率政策的表述
劳伦斯·萨默斯	1999-7-2—2001-1-20	美国将毫不动摇地坚持强势美元政策
保罗·奥尼尔	2001-1-20—2002-12-31	否认美国已改变强势美元政策，如果政府决定改变强势美元政策，会“租下扬基体育场向全世界宣布”
约翰·斯诺	2003-2-3—2006-6-30	美国政府不再把对主要国家的汇率作为美元强弱的标志，强势美元表示公众对美元的信心
保尔森	2006-7-10—2009-1-20	强势美元符合美国国家利益，但是其价值应该由开放竞争的市场来决定并且符合经济基本面
盖特纳	2009-1-26—2013-1-25	我相信强势美元对于美国，对于美国经济的健康来说十分重要
雅各布·卢	2013-1-25—2017-1-20	财政部长期以来和各党派一直达成共识，认为强势美元符合促进美国经济增长、生产力进步和竞争力提高的根本利益，我不会改变这一政策

资料来源：Prasad（2014）；中国金融四十人论坛。

强势人民币政策的中国含义。实施强势人民币政策，首要的是克服既担心本币升值影响出口竞争力，又担心本币贬值增加对外债务负担的“浮动恐惧”。为此，有关当局应适时、平稳地退出现时的外汇市场干预（包括行政手段和市场手段的干预），让人民币汇率实行真正的有管理浮动，以致过渡到清洁浮动、自由浮动。在相关制度框架下，市场汇率是可变的，人民币汇率能上能下，双向波动；汇率变化是透明的，人民币汇率的涨跌可以从市场找理由，而不是从汇率政策找原因；汇率水平是可信的，境内外价格趋于一致；汇市干预是例外的，政府基本退出外汇市场干预，实现市场自主出清。实施强势人民币政策不等于人民币单边升值的政策，而是在坚持“对内平衡优先”原则下的、灵活的人民币汇率政策。具体来讲，做对利率比稳定汇率更重要，当内外均衡目标冲突时，汇率政策应该给货币政策让路，为利

率政策松绑；汇率水平变化是结果而非目标，实施其他经济政策导致的汇率涨跌应该是市场人士讨论的范畴，而非政策预设的目标，政策层面应消除对汇率涨跌的价值判断，做到善意忽视，容忍汇率根据经济基本面状况发生短期的上下波动；汇率政策是对外筹码而非负担，支持大国间加强经济政策协调，但不能将维持汇率稳定作为单方面的国际义务。

专栏4-3 人民币还是不是强势货币

市场对今后人民币汇率的看法迥异。悲观的看法是人民币贬值三成不算多，看看其他新兴市场国家，货币贬值三成也就是个起步价，人民币升值这么多年也该贬值了。乐观的看法是人民币过去都是央行牵着鼻子升值，真正让市场做主的人民币升值还没到来，中国是世界上最大的贸易顺差国，6%~7%的经济增速也是当前全球经济表现当中瘸子里面挑出的将军。

预测中长期的人民币汇率，首先要明确分析框架。影响汇率变化的因素太多，没有研究框架指引，很容易会迷失在各种指向的证据和猜想当中。有观点认为中国经济下行、美联储加息、中国银行部门隐藏的坏账率上升等会带来人民币贬值压力。作为一个反面例子，日本20世纪70年代经济增速比60年代下降了4个百分点，日元利率70年代一直都低于美元利率，日元不仅没有贬值反而升值了超过三成。21世纪初，我国国企盈利很差，银行坏账率高得离谱，此后人民币对美元一路升值。这些例子并不是说明美联储加息和中国经济坏消息不会影响人民币汇率，而是提示我们要立足于分析框架，明确各种因素对汇率的影响机制和力度，才能分清主次，找到引领汇率变化的方向。

分析框架的起点还是外汇市场供求。资本项目严格管制的国家，外汇市场由经常项目（主要内容是进出口）的外汇交易主导，

经常项目顺差大于逆差就会带来货币升值压力。资本项目开放的国家，外汇市场更多由资本项目下的外汇交易主导，资本流入大于流出会带来货币升值压力。对中国这样经常项目开放、资本项目半开半放且要择机开放的国家，如何考虑呢?

经常项目顺差的局面近年内很难改变，这一点共识较多，不再展开讨论。关键还是要看资本项目下的资本流动。近期内外债去杠杆逐渐由经常项目顺差和外汇储备下降的资金弥补以后，企业部门的货币错配情况得以纠正，跨境资本流动会向常态靠拢。什么是跨境资本流动常态呢？驱动资本流动的关键，是经风险抵补的本国货币计价资产收益率和外币资产计价收益率差异。这个差异背后有三个因素：一是投资回报率差异和对风险的认知，这主要取决于经济增长前景和宏观经济管理水平；二是金融市场发育程度差异，即便能够产生较高回报的投资，也需要把投资转化为可供投资者买卖的金融资产；三是资本管制带来的跨境资本交易成本，即便本土或者对方有更高收益的资产，附加上资本管制措施带来的额外成本以后，很多资产就被排除在外了。

综合考虑以上三方面因素，人民币中期内有潜力成为强势货币。强势货币并不意味着不贬值，而是在中长期的市场上下波动当中有升值趋势。

第一，中国经济增长即便下一个台阶，主流估计未来也有5%~6%的经济增速，与此相对应的是发达国家用负利率支撑不超过2%的经济增速，人民币计价资产回报率纵向比较是在下降，但与发达国家货币计价资产回报率的横向比较并不处于劣势。

第二，中国金融市场化程度在快速提高，近年来新的金融中介和随之而来的金融产品大量涌现，债券市场也有很大扩容。横向比较，中国和发达国家相比还有很大差距，纵向比较有很大进步。从金融市场发育角度来看会对未来人民币强势地位形成支持。

第三，出于对贬值和资本外逃的担心，资本项目管理政策可能呈现支持资本流入、审慎对待资本流出的格局，并对人民币强势地位形成保护。

人民币的牌面不差，但能不能把强势货币的潜力落到实处，还要看广义的国内宏观经济管理政策。不奢谈成功的改革政策，至少是避免严重的政策倒退。如果需要被市场淘汰的企业迟迟不能破产，银行坏账和政府债务会随之持续上升，不仅是生产效率难以有效回升，金融资产风险也会吓走投资者；如果逆市场化的各种干预措施频繁出台，资源配置效率恶化和生产率下降在所难免；如果货币过度放水，债务和坏账问题自然水涨船高；如果统计数据信息公信力下降……如此等等。前述每一个“如果”都是对人民币资产收益率预期的侵蚀，或者是抬高人民币资产的风险。一个“如果”的发生还不足以打垮人民币，一连串如果叠加起来就足以扭转人民币强势。

（张斌）

第五章
人民币汇率改革功夫还在汇率之外

上一章我们讨论了人民币汇率制度改革方案。从促进经济长期增长、提高资源配置效率的角度，无论采取哪种方案，最终目标都是逐步过渡到浮动汇率制。本章将主要讨论向浮动汇率制过渡所需的其他领域改革配套措施。如果金融部门及实体经济的必要改革止步不前，甚至出现与汇率改革的相互掣肘，那么推进汇率市场化不仅无法获得预期的好处，还可能会加大经济与金融市场波动。

第一节
汇率成功转型的国际经验

一、文献综述

在由固定汇率转向浮动汇率的过程中，有相当部分国家经历了无序的汇率调整（Duttagupta等，2004）。IMF对1990—2002年的139次向浮动汇率转变的过程进行分析后发现，有77次转变是无序的，即在退出固定汇率前后6个月的名义汇率变动幅度超过25%。IMF研究人员分析发现，转向浮动汇率机制有一些机制性和操作性条件，主要包括有深度性和流动性的外汇市场，建立与新机制相一致的外汇干预策略，在新的货币政策框架中确立替代性的名义锚，增强市场主体管理汇率风险和监管机构管理监测的能力，等等。此外，协调推进增强汇率灵活性和资本账户开放的进程也十分重要。

威廉姆森（2000）指出，成功地从盯住汇率向更加灵活的汇率制度迈进，需要具备相应的条件：一是金融体系能够承受汇率制度的变化，包括审慎的风险头寸管理能力、金融机构的风险管理和提供风险规避的对冲产品；二是退出盯住汇率制度的理想状态是在升值时期而不是在贬值或被认为处于脆弱和易受投机攻击的时期（菲舍尔，2001）；三是有充足的外汇储备和充分的应急计划，包括必要时实施临时性资本管制的可能性，需要提前准备，充分的事前沟通战略、时机选择和好运气。

艾肯格林等人（1996）认为，在升值压力下转型到浮动汇率，应该考虑过渡性的资本流入管制或税收措施。财政改革对转型期汇率稳

定有重要作用。金融体系也应该为更有弹性的新汇率体制做好准备，因此，应加快推进金融领域薄弱环节的改革。在汇率不再是货币政策和通胀预期的锚之后，需要寻找替代性的锚并增强货币政策的可信度。

卡尔沃和米什金（2003）则进一步指出，对于新兴市场国家来说，比汇率制度的选择更为重要的是建立起良好的财政、金融和货币体制。因此，应当更多地关注改善银行和金融部门监管、加强财政约束、在可持续和可预测的货币政策方面达成共识、加大贸易开放度，这些机制性改革能够增强新兴市场国家抵御危机的能力。

二、波兰和智利的汇率制度成功转型经验

波兰的汇率制度改革先后经历了“单一盯住美元”“盯住一篮子货币”“爬行盯住”“爬行区间”和“自由浮动”几个阶段。为了增加汇率弹性，刺激出口，波兰政府1991年5月将兹罗提由“单一盯住美元”改为“盯住主要贸易伙伴国的一篮子货币”，当年10月又转变为“爬行盯住一篮子货币”。在货币篮子中，美元占45%、德国马克35%、英镑10%、法国法郎5%、瑞士法郎5%。当时兹罗提的月爬行幅度为1.8%。后来随着国内经济形势好转，经常账户由赤字转为盈余，兹罗提面临升值压力；为应付升值压力，波兰央行逐步扩大爬行区间，1998年将爬行区间扩大到10%。此外，波兰央行还在市场上买入外汇以维持汇率稳定。但随着资本流入的增加，波兰央行对冲操作成本越来越大。IMF曾经估计，为了对冲1亿美元的资本流入，波兰央行必须发行相当于2.5亿美元的债券。与此同时，经常项目的大量顺差也表明兹罗提被低估了。1998年2月至1999年3月，兹罗提的爬行区间扩大至±15%。2000年，在资本流入和贸易顺差的作用下，波兰最终放弃爬行盯住制度，改为了自由浮动的汇率制度。

与波兰相似，智利的汇率制度也几乎经历了所有类型的汇率制度安排，从“盯住美元”“爬行盯住美元”“盯住货币篮子”到“浮动汇率”的几个阶段。为弥补贸易赤字、平衡国际收支，从1965年开始，智利从“盯住美元”转向“爬行盯住美元”，对比索进行小幅贬值。20世纪80年代初，智利开始实行爬行盯住区间制度。爬行区间最初为±2%，1989年进一步扩大为5%。1992年7月，智利正式实行“爬行盯住一篮子货币”的汇率制度。货币篮子包括3种主要国际货币：美元、德国马克和日元，其权重分别为50%、30%和20%。后来又对货币篮子中的权重进行了两次调整，1994年12月将美元、德国马克和日元的权重调整为45%、30%和25%；1997年1月进一步调整为80%、15%和5%。智利实施爬行盯住一篮子货币的汇率制度之后，其中心汇率经常处于爬行区间的下线。为释放升值压力，智利在1991、1992、1994、1997年四次调整中心汇率，比索分别升值2%、5%、10%、5%。并且智利央行还在1992年将爬行区间扩大到±10%，1997年进一步扩大到±12.5%。最终，1999年2月智利政府宣布放弃爬行盯住一篮子货币，实现比索自由浮动。

波兰和智利的汇率市场化是一直在有序向前推进的。2000年波兰由固定汇率向浮动汇率的转型过程具有相当的主动性，体现了波兰政府的政治取向——建立“没有浮动区间、没有中心平价、没有人为贬值、没有政府干预”的自由浮动汇率制度。在实施“爬行盯住”和“爬行区间浮动”的过渡时期，兹罗提的中心汇率和爬行率定值较为合理，在退出过程中没有出现汇率超出爬行区间的情况，更没有出现汇率“超调”。同样成功的经验也发生在智利。1999年智利政府宣布取消全部汇率管制时，社会反应平静，平稳地完成了从固定汇率制度到浮动汇率制度的转变。谨慎的改革原则、渐进的改革战略和坚定的市场取向，使波兰和智利的汇率转型能够顺应当时国际国内的经济环境变化，因此成为汇率制度平稳转型的成功典范。

三、汇率成功转型的经验总结

在波兰、智利两国从固定汇率制度到自由浮动汇率制度转型期间，宏观经济没有出现大的波动，出口竞争力也没有受到影响，通货膨胀始终被控制在低水平。从两国汇率制度转型的案例中，可以得出以下经验。

第一，在汇率转型过程中根据国内、国际情况对汇率政策进行灵活调整。在确定了汇率市场化的总体目标后，汇率政策的每一步调整都考虑到当时的国内外情况，针对通货膨胀水平、汇率升贬值压力、国际收支变化等外部条件对汇率政策进行灵活调整。比如，20世纪90年代，面对大量资本流入，智利一方面逐步扩大比索的爬行区间、增大投机成本，另一方面适时调整比索的中心汇率水平，最终在汇率接近均衡、比索不存在升贬值压力的情况下完成了汇率制度转型，减少了市场预期对汇率的影响。

第二，在汇率转型过程中坚持渐进原则，不谋求一步到位。比如，波兰用10年时间尝试了不同的汇率制度形式，从单一盯住美元到盯住一篮子货币，再到爬行盯住一篮子货币、爬行盯住加区间浮动，最终实现了完全自由浮动。智利也一直坚持渐进过渡的原则，通过不断扩大爬行区间的方法，较为平稳地实现了向浮动汇率制度的转变。渐进式的改革使市场有一个适应过程，最后水到渠成地实现了自由浮动，避免了汇率出现大幅波动。

第三，为完成汇率转型做了大量相关准备工作，包括建设外汇市场、放松汇率波幅限制、将通货膨胀目标作为货币政策新的名义锚等。波兰在实行完全自由浮动的汇率制度之前，提前两年实行了通货膨胀目标制度，与以汇率作为名义锚的制度进行衔接和转换。智利于1999年将通货膨胀率作为政策目标，取代“美元锚”，为汇率制度的最后转换创造了条件。通胀目标起到了稳定市场信心、增加政府信誉的

作用，保证了汇率制度的平稳过渡和宏观经济的基本稳定。为加强汇率决定中的市场因素，波兰推进了外汇市场的建设，增强市场的调节能力和适应能力。为保证汇率制度的平稳过渡，智利实施了无偿准备金制度，以防止短期资本的过度流入。

总之，随着经济的日益全球化和国内金融体系的发展，一些新兴市场国家选择了逐步过渡到浮动汇率制。浮动汇率制有效地减少了对汇率的单边赌博行为，增强了宏观经济政策的灵活性，使这些国家可以更好地应对市场压力。但从相关理论研究和实践经验来看，浮动汇率制并非解决所有问题的“万灵药”。汇率制度转型国家需要给货币政策提供一个新的锚，加强金融监管的有效性并加快发展外汇市场。对一国经济平稳增长和金融市场稳定来说，健全的宏观经济政策是不可替代的。

第二节
加快货币政策框架转型

放弃汇率锚会立刻带来央行应以什么目标为锚，以及如何向新的货币政策框架平稳转型的问题。

一、汇率制度与货币政策框架的联系

IMF《汇兑安排与汇兑限制年报（2016）》按照市场决定汇率的程度对汇率制度进行了分类，包括硬盯住（如没有单独的法定货币以及货币局安排）、软盯住（包括传统盯住、爬行盯住、水平区间盯住、稳定性安排以及类爬行安排）、浮动机制（如浮动和自由浮动）以及其他有管理的汇率安排。

在货币政策框架方面，IMF也进行了四种分类。一是以汇率为锚的货币政策框架。货币当局通过买卖外汇维持既定的汇率水平，汇率是货币政策的名义锚或者说是中介目标。[注]二是有货币供应量目标的货币政策框架。货币当局使用政策工具实现基础货币、M1或M2的增长目标，货币供应量为货币政策的名义锚或中介目标。三是通胀目标制的货币政策框架。在这种框架下，货币当局公开承诺将在中期内实现某个通货膨胀率目标值。其他的特征还包括就货币政策决策和目标加强与公众的沟通、中央银行为实现通胀目标负责等。当通胀率预测值偏离确定的目标时，就会触发货币政策决策，因而通胀率预测值是货币政策的中介目标。四是其他货币政策框架。如一国没有公开的名义锚，而是通过监测多个指标来实施货币政策等。

将汇率制度与货币政策框架联系起来，有助于从经济政策全局的角度审视汇率政策。第一，汇率安排与货币政策框架并非一一对应的，相同的汇率制度也可以对应不同的货币政策框架。比如，实行浮动汇率制的国家中有大约一半采用通胀目标制，但也有一些国家有货币供应量目标或采用其他货币政策框架。实行稳定或类爬行汇率安排的国家中，部分有货币供应量目标，部分实行通胀目标制。第二，实行自由浮动汇率制的国家都没有货币供应量目标。货币供应量目标通常与不发达的金融市场和有管理的汇率安排相关联。第三，无单独法定货币及货币局的汇率安排下，货币政策框架通常只能是以汇率为锚。

二、加快货币政策框架转型的必要性

（一）双重名义锚下的内在冲突

根据IMF（2016）的最新分类，我国的汇率安排由类爬行改为其他有管理的汇率安排。这主要反映了自2015年起人民币汇率的波动性加大，不再适用在一个可预测的区间内波幅不超过2%的软盯住汇率安排的定义。在2014年年底之前，由于人民币汇率的波动性有限（见图5.1），汇率可以看作是货币政策的一个名义锚。[注]同时，广义货币M2增长率是货币政策的中介目标，因此可以说我国的货币政策在一段时间内具有双重名义锚。



图5.1 人民币及其他货币对美元历史波动率（30天）

资料来源：根据CEIC数据计算。

货币供应量增长目标和汇率稳定目标之间的冲突实质上也是“三元悖论”下货币政策独立性、资本自由流动与固定汇率不可兼得的问题。在经济下行和通缩压力较大的时期，降低利率有利于经济增长，但会刺激资本外流，加大汇率贬值压力。在经济过热和通胀风险较大的时期，提高利率有利于抑制通胀，但会吸引更多套利资本流入，资产价格泡沫风险上升。我们以1998年的通缩和2011年的通胀期间的情况为例来进行说明（见图5.2）。

为治理较为严重的通货膨胀，1993年起，我国开始实行紧缩的财政政策和货币政策，加强宏观调控。银行紧缩银根，积累了大批不良贷款。市场销售不旺，库存增加，企业出现经营困难。1997年7月，亚洲金融危机爆发，出口市场进一步收缩，加大国内供给压力。到1998年，CPI出现负增长，为-0.8%，经济增速也从1997年的9.2%下降至7.8%。为了保持经济稳定，政府将货币政策从“适度从紧”转为“稳健的货币政策”。2002年，央行累计下调基准利率675个基点、存款准备金

率700个基点。积极的财政政策在当时发挥了关键的作用，政府通过发行国债、投资基建设施来提高社会总需求。在此期间，尽管人民币面临外部冲击带来的贬值压力，但汇率保持了稳定，汇率贬值压力主要通过国内价格的通缩得以实现。随着经济增长动能的回升，汇率贬值的压力也随之消退。应当说，当时资本管制程度较高，给国内经济调整赢得了空间。但一般来说，汇率灵活性是应对经济内外部冲击的一个额外工具，并且在应对外部冲击时比国内工资、价格调整更容易实现。

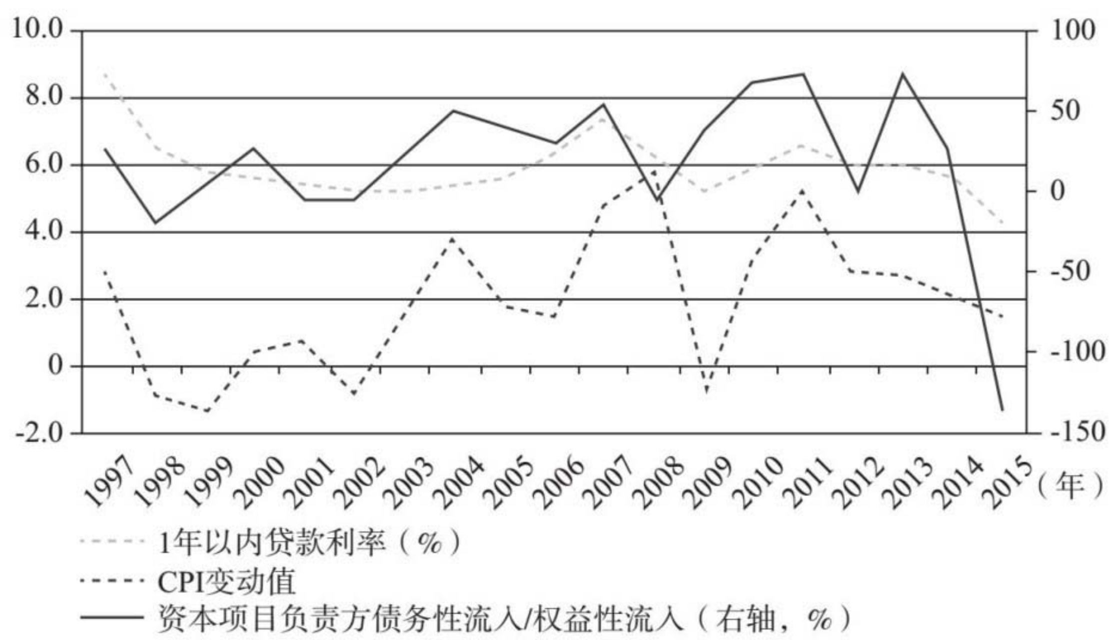


图5.2 通货膨胀、资本流动与利率

资料来源：CEIC。

2011年，内因外因的共同影响造成了通货膨胀。首先，2009年的“四万亿”投资计划以及巨额的外汇占款，导致了当时的流动性过剩。2010年重启汇改后，针对外汇流入，央行运用公开市场操作等工具对冲外汇占款增长，但流动性水平过高的压力难以从根本上缓解。2010年12月，M2的增长率处于19.7%的较高水平，过多的货币供应形成潜在的通货膨胀压力。其次，大宗商品价格上涨，由于我国对原油、铁矿石等大宗商品进口依存度较高，带来输入性通胀的压力。

2011年，CPI上涨5.4%，是1996年以来的最高值，房地产泡沫也引起广泛关注。稳定物价成为当时的首要任务，央行实行从紧的货币政策，2010—2011年分别上调基准利率和存款准备金率5次和12次，到2011年6月20日，存款准备金率高达21.5%。2011年下半年，随着欧美债务危机不断发酵，全球风险情绪上升，资本流入势头得以缓解，通胀逐步得到控制。

从以上两个时期的情况来看，物价稳定和汇率稳定目标之间存在一定的冲突。在两种情况下，央行都运用了利率、存款准备金率工具来实现物价稳定和经济增长目标，同时运用资本管制或公开市场对冲操作来实现汇率稳定目标。尽管在一定条件下，两个目标能够共存，但资本管制和对冲操作都有相应的成本，长期来看有较大的负面影响。

（二）利率形成、传导和调控机制仍未完全市场化

在具有发达金融市场的国家，利率通常是货币政策的重要操作目标。央行设定政策目标利率，市场力量决定收益率曲线，再影响银行对零售客户信贷利率，实体部门继而依据价格信号做出决策。相比之下，我国的基准利率体系和市场化的传导和调控机制仍未形成。

尽管存贷款利率均已放开，但仍缺少明确的政策利率和基准利率体系。央行多年来大力培育了银行间市场利率，例如，推动上海同业拆借利率（shibor）作为短端收益率曲线以及利率衍生品合约及大额存单的定价基础。但是，shibor的基准性和公信力仍需要进一步增强。中长期贷款基础利率报价虽然已经启动，但报价质量和应用范围还需要进一步提升。国债收益率曲线也需要进一步完善，以充分发挥其对债券等中长期金融产品定价的参考作用。基准利率体系尚不成熟，利率传导机制仍无法理顺，无法形成由政策目标利率向货币和债券市场利率、借贷市场利率以及实体经济的利率传导渠道。

在货币政策操作方面，国内利率市场化完成后，央行需要稳定市场短端收益率曲线。2013年的“钱荒”凸显了短期利率还有很大的波动性。2013年起，央行在公开市场操作的基础上引入了新的货币政策工具，如短期流动性调节工具、常备借贷便利、中期借贷便利等，并扩大了抵押品范围。然而2017年年初的“加息”之争，凸显了市场不知道什么是基准利率，政策调控效果必然受到影响。

三、政策建议

尽管根据“二元悖论”，在资本账户开放的情况下，即使汇率浮动，也不能确保货币政策的独立性，但总体上，汇率弹性增加有助于货币政策自主性的提高。然而，独立的货币政策并不意味着可以随心所欲，根本上还要有一个清晰、可信的货币政策框架，才可能充分享受汇率浮动带来的好处。

（一）基于对内平衡优先原则处理好货币政策多目标冲突

除了维护价格稳定、促进经济增长与就业、保持国际收支大体平衡的目标外，我国央行还承担金融稳定和改革发展的任务。这与发达国家的通胀目标制或物价稳定和充分就业的双目标制有很大区别。

自1990年新西兰率先实行通货膨胀目标制以来，加拿大、英国、澳大利亚、日本、智利、墨西哥、巴西、俄罗斯等37个国家相继采用这一货币政策框架。通胀目标制的优点显而易见。首先，在通胀目标制下，货币政策主要从国内经济状况出发进行决策，这与货币供应量目标相似，与汇率目标不同。但在通胀目标制下，货币政策决策可以纳入所有相关变量，包括货币供应量、利率、工资、存货等，而不仅局限于货币供应量指标。其次，通胀目标制易于被公众理解，透明度较高。在货币供应量目标下，如果货币数量与通胀目标之间关系发生

预期之外的变化，货币供应量目标就可能不足以表明货币政策立场，因而降低了政策透明度。最后，中央银行对实现通货膨胀目标负责，因而可以避免在政治压力下采取过度扩张的货币政策。

从中央银行独立性，包含预测、建模、数据等在内的技术性框架，银行及金融市场完善程度等方面来看，我国仍不具备将价格稳定作为货币政策单一目标的条件。特别是能源资源领域的价格改革尚未完成，债券市场功能仍不完善，利率传导机制有待改善，这些都加大了预测及稳定中长期通胀的难度。我国仍处在经济转轨阶段，在一段时间内可能仍需要包括金融稳定和改革发展在内的多重货币政策目标。

尽管如此，为降低不同目标之间的冲突，需要明确优先次序。当对内平衡与对外平衡目标冲突时，应该明确对内平衡优先，“稳增长”优于“稳汇率”。未来，随着汇率最终走向自由浮动，应该放弃汇率稳定和国际收支平衡目标。现在关于用加息的方式“稳汇率”的建议，关键还在于我国的货币政策目标不清晰，影响货币政策的传导。2017年2月，美联储暗示加息不仅没有导致金融市场下跌，反而推动股指走高，就是基于就业和通胀的前瞻性指引策略的成功例子。

（二）加快货币政策从数量型调控向价格型调控的转变

货币供应量成为我国货币政策的中介目标始于1996年。我国中央银行制度建立以后，宏观经济的调控手段主要是现金投放和信贷规模控制。随着金融市场的逐步深化，中央银行开始尝试货币供应量目标。1993年，央行首次向社会公布货币供应量指标。1996年起，央行采用货币供应量M1和M2作为货币政策的调控目标。1998年，随着信贷规模控制的取消，货币供应量作为中介目标的地位确立起来（夏斌等，2001）。

货币供应量作为中介目标的前提是货币需求的稳定性，或者至少是可预测性（费舍尔，1996）。由于金融市场和金融创新的发展，我国货币需求的稳定性下降。为此，2011年，央行开始研究编制覆盖更广的社会融资规模指标。此后连续五年里，中央经济工作会议和政府工作报告均提出要保持合理的社会融资规模。2016年，政府工作报告首次将社会融资规模的增长率也纳入年度目标。尽管如此，适当货币数量指标的选择仍是货币锚的最大问题。在金融创新、技术进步和全球化的影响下，货币需求变化还可能增大。如果货币数量与产出和价格水平的最终目标之间的关联减弱的话，货币供应量增长作为中介目标的重要性应该逐步降低，以避免影响货币政策的有效性。

要加快货币政策从数量型调控向价格型调控转型，需要确立市场化的基准利率，建立市场化利率的传导机制和调控机制。只有当一个公认的市场基准利率体系替代了央行的存贷款利率，商业银行才有可能不再依赖央行设定的存贷款利率进行定价。只有具备健全完善的市场基准利率体系，央行才可以有效地开展利率调控，将短期目标利率传导至实体经济的中长期利率，以实现增长、就业或通胀的货币政策最终目标。

（三）以强化货币纪律为目标完善货币投放机制

IMF给很多发展中国家经济稳定计划开出的一个处方是，对一个强势货币采取盯住汇率安排，帮助建立货币纪律，抑制通货膨胀。我国物价稳定，无需借助固定汇率安排强化货币纪律，但要充分享受浮动汇率的好处，货币纪律依然必不可少。

前期资本大量流入、外汇储备持续增加的时候，我国央行主要以外汇占款的形式投放基础货币，美元信用成为国内货币发行的基础，丧失了货币政策的独立性。近年来，资本外流、储备下降，央行外汇占款减少，央行转向通过公开市场操作进行货币投放，可以说是货币政策独立性的改善，有利于调控内需（梁红和余向荣，2017）。但与

此同时，也需要加强货币纪律，通过预先的货币政策承诺，来避免央行的短视行为和相机抉择问题，增强货币政策的效果。

为此，需要增强央行独立性，并提升政策可信度和透明度。在承担多个货币政策目标的前提下，央行的可信度容易受到市场怀疑。我国央行的职责中有“保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长”的表述。公布一个中期的通货膨胀目标或目标区间，可以发挥约束货币政策操作的作用。央行应被赋予货币政策操作的独立性，从而可以根据分析判断，灵活使用公开市场操作、存款准备金率、借贷便利等工具，适度投放市场流动性。

大部分央行的经验表明，与公众更加清晰地沟通货币政策目标和执行过程，能够增加货币政策的有效性。央行应该着力提高货币政策目标和借贷便利等工具使用上的透明度。只有在具有可信度的情况下，央行才可能在汇率浮动的同时，继续维持货币的信誉和较低的通胀水平。

此外，还应健全央行基础货币投放的抵押品机制。我国中央银行法已经明确财政不可以向央行透支，这是严肃货币纪律的关键一步。前期资本大量流入、外汇储备增加时期，我国央行以外汇占款作为基础货币发行的主要渠道，较之前再贷款形式的纯信用投放是一大进步。现在，资本集中流出、外汇储备减少，央行又不断完善抵押品机制，以结构性货币工具创新（如MLF、SLF、PSL等）对冲外汇占款下降的影响。未来，央行货币投放的抵押品范围还可能进一步充实、扩大，以增加央行流动性调控的灵活性。

---

1. “锚”在这里定义为货币当局用以实现政策目标（如价格稳定）的主要中介目标（IMF，2016）。
2. IMF（2014c）中将全部软盯住汇率制下的国家归类为有实际的汇率名义锚。

3. 有些国家也在一段时间内维持了双重名义锚。例如，在实施通货膨胀目标制后，波兰较快地放弃了爬行盯住汇率，而以色列和匈牙利又分别用了5年和7年时间取消汇率浮动区间。

第三节
加强宏观审慎管理

随着人民币汇率的形成越来越市场化，顺周期的跨境资本流动会加大汇率超调的风险，增加国内金融体系的脆弱性。而国内金融体系不稳定性的积累反过来又会改变汇率预期，削弱人民币汇率稳定的基础。为此，需要加强对跨境资本流动以及整个金融体系的宏观审慎管理，协调推进汇率机制改革和资本账户开放，切实防范金融风险。

一、宏观审慎政策的重要性及主要政策工具

2008年国际金融危机前，经济学家及美联储官员们曾经相信，主要经济体进入了以高产出、低通胀为特点的“大缓和”时期，同时产出和通胀的波动性也大大下降。面对美国房价的上涨，美联储仅是表示关注，并未采取任何措施。次贷危机爆发后，各国央行虽采取降息、量化宽松、前瞻指引等方式积极应对，但经济和金融付出的代价巨大。

这次危机为我们提供了以下几点教训：一是即使国内宏观经济状况保持稳健，在国际因素的外部冲击下，国内金融体系内的不平衡也会暴露出来。金融机构之间的紧密联系在危机时就成为风险传导途径，这时，金融体系的整体风险会大于单个金融机构风险的加总，微观审慎监管可能不足以应对整体风险。二是金融创新有利于提高效率，但也会增加金融体系的不平衡性。当金融部门的增长超过实体部门时，可能会影响宏观经济的稳定。三是价格稳定本身不一定能够保证金融稳定。在经济保持一段时间的高增长和低通胀后，一些威胁金

融体系稳定的问题有可能被忽略，顺周期的金融行为会逐渐累积金融风险。

危机后关于宏观经济政策的反思中，很重要的一点即是应不应该将金融稳定也纳入央行的目标，并由此提出了宏观审慎政策的概念。

宏观审慎政策实际上在危机前就早有运用。危机后，国际清算银行（BIS）等机构将顺周期性等概念综合在一起，重新提出了宏观审慎政策的概念。宏观审慎政策关注的是金融体系内的系统性风险（Borio，2009），目标是加强金融体系应对冲击的能力，同时采取措施应对可能影响系统稳定的风险和脆弱性来源。

目前，以金融稳定委员会（FSB）和国际货币基金组织（IMF）为主导的国际组织已经推动了宏观审慎规则的制定和实施，包括：推进巴塞尔协议III，提升银行业的宏观审慎监管；确定全球系统性重要金融机构（包括中国银行和中国工商银行），强调了额外资本金要求；关注影子银行活动，尤其是它与银行的联系及风险传导等。

按照IMF（2011b）的分类，宏观审慎政策主要包括两个维度：一是时间维度（time dimension）。金融体系固有的顺周期性使金融机构往往在经济上行时过度承担风险，而在经济下行时则过度规避风险。也就是说，这种系统性风险往往表现为信贷和资产价格的繁荣、衰退周期。二是跨部门维度（cross-sectional dimension）。在特定时间内，金融机构共同或相关联的风险暴露会加大风险在金融机构之间的传导。一家金融机构的倒闭可能威胁到整个金融体系。全球金融体系委员会（CGFS，2010）则从脆弱性的来源和政策工具作用对象两个角度对宏观审慎政策进行了分类（见表5.1）。

近年来，我国金融监管部门已经采取了一系列宏观审慎措施，来降低金融体系系统性风险（见表5.2）。与其他国家相比，我国金融监

管部门的宏观审慎政策工具种类更为广泛，并且是由包括央行和银监会在内的金融监管机构协作实施的。

表5.1 按照脆弱性和金融体系构成划分的宏观审慎工具类别

		金融体系构成部分				
		银行或其他吸收存款机构		非银行投资者	证券市场	金融基础设施
		资产负债表	贷款			
脆弱性	杠杆程度	资本比率 风险权重 拨备 利润分配 信贷规模上限	贷款价值比（LTV）上限 债务收入比（DTI）上限 期限上限		保证金 / 质押比率要求	
	流动性及市场风险	流动性 / 准备金要求 外币贷款限制 货币错配限制 外币头寸敞口限制	估值规则（如货币市场共同基金）	本币或外币准备金要求	中央银行资产负债表操作	交易所交易
	关联性	集中度限制 系统性资本附加要求 设立子机构				中央对手方（CCPs）

资料来源：CGFS（2010）。

表5.2 中国宏观审慎政策工具

工具[1]	实施机构	主要内容
资产负债表		
杠杆率	银监会	最低 4%
贷款损失拨备	银监会	贷款拨备率基本标准为 2.5%，拨备覆盖率基本标准为 150%
资本缓冲	银监会	留存超额资本 2.5%，逆周期资本要求 0~2.5%，系统性重要机构资本附加 1%
贷存比	银监会	上限为 75%
贷　款		
个人住房贷款价值比、住房抵押贷款最低利率要求	中国人民银行、银监会	通常对购买第一套及第二套住房有不同的要求
贷款收入比 / 债务收入比	银监会	自 2004 年起，为不低于 50% 和 55%
流动性		

工具[1]	实施机构	主要内容
	流动性	
流动性覆盖率 (LCR)	银监会	优质流动性资产储备与未来30日的资金净流出量之比，2018年年底前达到巴塞尔协议Ⅲ中100%的要求
准备金率	中国人民银行	动态调节准备金率
	监管指引	
行业指引	中国人民银行、银监会	鼓励向某些行业和部门放贷（如中小企业和农业），限制向某些行业放贷（如产能过剩行业、地方政府融资平台）
沟通	中国人民银行、银监会	公告、报告等
	评估体系	
宏观审慎评估体系（MPA）	中国人民银行	从资本和杠杆等七大方面对金融机构的行为进行多维度引导，2017年一季度评估时开始正式纳入表外理财
	资本流动	
准备金	中国人民银行、外汇管理局	征收远期购汇的外汇风险准备、对非居民人民币存款开征存款准备金
手续费	中国人民银行	提高人民币购售业务的平盘手续费[2]
资本或净资产	中国人民银行、外汇管理局	金融机构和企业全口径跨境融资宏观审慎管理[2]

注：1.宏观审慎工具发挥逆周期调节和防止跨部门传染的作用，这里列出了已经或可以发挥该作用的工具。从严格意义上来说，只有被用于维护金融体系整体稳定的目的时，针对个别银行的监管措施才是宏观审慎政策工具。2.这两项管理的对象是境外主体和境内主体之间的交易，也可以看作是资本管制措施（参见下文）。

资料来源：中国金融四十人论坛整理。

例如，中国人民银行自2011年起引入差别准备金动态调整和合意贷款管理机制；2016年起，将差别准备金动态调整机制升级为宏观审

慎评估（MPA），从资本和杠杆情况、资产负债情况、流动性情况、定价行为、资产质量情况、外债风险情况、信贷政策执行情况等方面对金融机构的行为进行多维度引导；2017年起，将表外理财纳入广义信贷范围，以引导金融机构加强对表外业务风险的管理。银监会对五家大银行提出了更高的资本要求和贷款损失拨备要求，实施了贷款价值比、贷款收入比、贷存比要求等。

宏观审慎政策的目标是发挥逆周期调节的作用。在过去几年中，面对信贷的强劲增长，特别是房地产贷款的快速增加，监管机构加强了行业引导，调整了住房贷款政策，限制了贷款过度向某些行业集中。同时，按照“因城施策”的原则对房地产市场实施调控，以减少地区性的房地产繁荣—衰退周期。在这些宏观审慎政策工具的有效性方面已有一些研究。王斌等（2013）认为中国央行使用准备金率、住房政策等工具进行逆周期调节，取得了一定效果；基于银行规模和所在地区经济发达程度的差异化政策在降低系统性风险方面具有更大潜力。

二、宏观审慎与资本流动管理

汇率是协调宏观经济政策、维持经济稳定的关键要素变量，也是理解资本管制内在价值的重要枢纽。布雷顿森林体系的设计者们从来没有在战后国际货币体系的蓝图中给国际资本流动保留如此之大的自由度。事实上，布雷顿森林体系的崩溃，在某种程度上也是投机资本自由流动的结果。它使稳定的国际货币体系变得脆弱，使国家的货币主权面临市场的挑战。在这样的环境下，即使选择完全自由浮动汇率制度，也无法保证货币当局获得完全的货币政策独立性。从国内来看，货币当局都不会坐视本国名义汇率每天出现脱离经济基本面的大幅波动。因为如此大幅的名义汇率波动会阻碍资源（劳动力、资本）

的有效配置（凯南，2008）。从国际来看，在相互依赖的世界经济中，n个国家只可能有n-1个拥有政策独立性，大幅的汇率波动很难不被视为以邻为壑，其他国家很难做到善意忽略（布莱克，2008）。因此，对国际资本流动进行必要的管理，不一定就是逆流，而可能是顺势而为的新潮流。

早期的资本管制是基于外汇短缺的原因，国家统一集中外汇资源进行配置的需要。这种概念主要存在于计划经济和外汇资源匮乏的发展中国家，在今天已不是主流。现在的资本管制主要是限制跨境资本流动，主要包括四个方面：在国际收支危机发生时，防止资本外流；在危机发生前，防止大规模的资本流入；修正资本流入的构成，特别是相对于其他形式的资本流入，防止短期银行借贷；消除本国利率和外国利率的联系，以恢复货币政策的独立性（凯弗斯等，2005）。资本管制不再是资源配置的手段，而是逆周期宏观调控的工具。

2008年国际金融危机爆发以来，跨境资本异常流动带来的正反馈机制和跨部门风险传染，成为诱发系统性风险的隐患。这种隐患不仅是微观层面的，更具有宏观意义。IMF、BIS、经济和发展组织（OECD）等国际机构将审慎监管的概念引入到宏观领域，提出了针对系统性金融风险的宏观审慎概念。国际主流对于资本管制的态度也出现了转变，不仅反思了资本过度自由化的负面影响，同时也充分肯定了跨境资本流动管理的有效性（余永定，2012）。

总体来看，资本项目可兑换不再是跨境资本流动管理的终点。取消资本管制，允许资本自由流动的华盛顿共识，应该让位于一种审慎的国际资本观点。自2010年以来，针对跨境资本流动的一系列制度框架和工作指南大量涌现。IMF将资本管制和宏观审慎的概念都融入跨境资本流动管理框架之中，提出了资本流动管理工具（Capital Flow Management Measures，CFMs）的崭新概念（IMF，2011c）。

CFMs包括了所有抑制跨境资本流动的政策工具（见图5.3）。在这个新的跨境资本流动管理框架下，存在所谓的“双支柱”体系。资本管制是支柱之一，宏观审慎外汇管理是支柱之二。两者既有联系又有分工，形成了与货币政策、财政政策和外汇市场干预等其他传统逆周期宏观调控政策协调配合的政策篮子。

一是宏观审慎外汇管理与资本管制的功能定位。两者的目标是相同的，都是以外部平衡为主要目标，即通过应对跨境资本波动促进国际收支平衡为目标。但作为跨境资本流动管理的两种不同手段，两者的定位和职能又各有侧重。从功能上看，资本管制强调逆周期性质，以解决国际收支失衡，缓解外部失衡对其他宏观调控目标的冲击，熨平跨境资本流动的顺周期特征。宏观审慎外汇管理，强调系统性风险，重点防范具有系统重要性主体、市场和交易项目的潜在风险积聚。从对象上看，资本管制允许对非居民和居民实施不同标准的限制性措施，客观上造成对非居民的歧视；宏观审慎外汇管理极力回避基于非居民的歧视性政策安排，允许对本币和外币采取差异性的限制措施，客观上造成对外币的歧视。当然，实践中两者可能有交叉或重叠，边界并非泾渭分明。IMF将两者统归为资本流动管理工具，说明IMF将两者视为本质上相似的政策工具，主体的歧视性和币种的歧视性构成了跨境资本流动体系的双支柱。

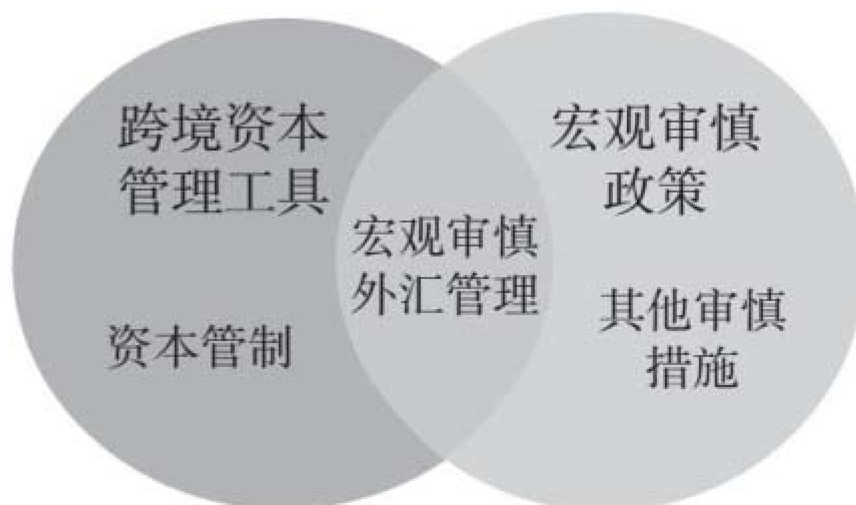


图5.3 资本管制、宏观审慎外汇管理与宏观审慎政策的关系

二是CFMs在宏观政策框架中的定位和原则。根据IMF（2011c）的框架，应对跨境资本流动冲击的政策选择有四类：（1）传统的宏观政策工具，包括货币政策、财政政策等工具；（2）外汇市场干预（外汇储备）；（3）汇率政策工具；（4）CFMs，包括资本管制和宏观审慎外汇管理两个部分。基金组织设定了上述政策工具组合运用的路线图（IMF，2011c；田拓，2011；李超，2013；张春生，2016）

但在IMF的文献中，上述工具的定位是不同的，或者说CFMs与其他跨境资本流动管理政策的地位是不一样的。这种差异性在运用的原则上得到了充分体现。

第一，CFMs是其他宏观政策的补充，不宜滥用。IMF（2016年）最新的研究报告指出，[注]在外部失衡时，应优先考虑汇率政策、外汇市场干预和货币政策等传统逆周期工具；只有在汇率低估（汇率已超调）、外汇储备不足（外汇市场干预没有空间）和经济停滞时，才应使用CFMs等工具。也就是说，无论是资本管制还是宏观审慎外汇管理，都不宜频繁使用。理由很简单，资本管制会造成资源配置的扭曲，而宏观审慎外汇管理主要针对的是资源配置的扭曲，在充分竞争的市场环境下，这种情况是不应该长期存在的。

第二，CFMs应对流入的效果优于流出，不包治百病。根据和相关学者的实证研究，CFMs应对跨境资本流入时的效果好于跨境资本流出。原因是对跨境资本流出的限制会违背汇兑自由的原则。例如，限制外商投资企业利润汇出就违背了经常项目可兑换的承诺；又如，限制企业购汇偿还外债可能会引起债务纠纷。在国际收支危机时期，单纯依靠货币政策、财政政策、外汇市场干预、宏观审慎外汇管理等传统工具都是不够的，必须要辅之以行政管制色彩很浓的资本管制措施。这时国际收支救助属于国际收支严重失调时候的临时性应对手段，包括对经常项目转移予以限制，是基金组织所允许的。

第三，CFMs是不同管理手段的杂合体，不排斥行政审批。与流行的观点不同，宏观审慎外汇管理与资本管制的区别不在于是否排斥行政审批措施。事实上，宏观审慎外汇管理不仅包括市场化的政策工具（如差别准备金率、结售汇综合头寸），也包括行政性的政策工具（如外币贷款集中度、居民外币借贷限制等）。这些行政性的管制措施，与资本管制条件下的额度管理或限额管理（如个人结售汇年度总额管理等）并没有本质区别。

三、构建我国宏观审慎的跨境资本流动管理框架

2015年，周小川行长在对外阐释人民币资本项目可兑换的前景时，明确表示中国将采用的是“有管理的可兑换”的概念，即在可兑换之后，使用宏观审慎措施来限制跨境资本流动的风险、维持币值稳定和金融环境安全。现阶段，在汇率浮动和外汇干预都不足以出清外汇市场的情况下，资本流动管理手段非常重要，措施无非是限制流出、鼓励流入。上次亚洲金融危机，倒逼我国通过技术创新，用联网核查手段解决了进口用汇的真实性审核问题。这次也是一次难得的练兵机会，可趁势建立起一套跨境资本流动管理的宏观审慎安排，更好地在进一步扩大开放过程中维护国家金融安全。

第一，以市场手段调节境内居民个人用汇。2016年，服务贸易购汇4156亿美元，同比增长14%，占整个银行购汇总额的23.4%，是仅次于货物贸易购汇的第二大项目，占比同比提高了7.0个百分点，其中相当部分是个人5万美元年度总额下的、对汇率较为敏感的无因购汇。对于这部分用汇，无须调整其限额，可向无法提供证明的、或是明确用于海外投资目的的用汇（如买房、买股和购买寿险）收取一定比例的费用。当交易成本提高后，一些出于汇率避险动机的购汇会受到抑制。同时，这种做法照顾到了新旧政策衔接。尽管根据最新的解释，

年度购汇额度不可以用于资本项目用途，但毕竟过去这种情况大量存在。除非明确以前的做法违规，并处罚当事人和当事银行，否则，至少根据“法不咎既往”的原则，对于以前发生的交易应该新老划断，予以认账。这有助于维护国家信誉和政府权威。同样地，在资本流入压力较大的时期，也可以采取反向的收费政策，以抑制过度的结汇行为。

第二，以金融交易税安排调节跨境投资行为。这是许多拉美和亚洲新兴市场国家通常的做法，是一种托宾税的制度尝试。我们现在可以从控流出入手，引入金融交易税安排。如可以向对外证券投资征收一定的税，对外本外币放款也可以征税。将来资本流动形势反转后，可降低对流出的税率，而开始对流入征税。此外，通常金融交易税征收对象是短期资本流动，但考虑到目前境内对外直接投资的异常增长和非理性行为，进行适当调控仍是必要的。最近有关部门出台的措施行政色彩较浓，导致对外投资政策起伏较大，影响国家战略实施。可研究对国内企业海外投资征税，对于不鼓励的投资可以重税，鼓励的可以轻税甚至免税。特朗普当选后，就威胁要对美国企业海外投资征收高额的进口边境调节税。

第三，研究从反逃避税和反洗钱入手打击非法对外资产转移。对于资本账户已经开放的市场经济体，出于反洗钱、反避税和反恐融资目的的，依然应保持打击违法跨境资本流动的高压态势。2015年12月17日，我国签署了《金融账户涉税信息自动交换之多边政府间协议》。协议约定，各签约协议国的金融机构，包括银行、保险、证券、基金公司等，需要向我国税务总局自动提交我国公民及税务居民身份的一切资产、投资资料。2017年7月开始，我国个人及其控制的公司在100个国家和地区开设的银行账户信息将会主动呈报于我国税务机关，其中包含众多投资者熟悉的离岸地以及欧洲国家和地区。可以从这些交换信息入手，抓取一些违法案例予以处理，高举符合国际惯例的反逃避税和反洗钱大旗，遏制非法对外转移资产的行为。2016年年

底修订发布的《金融机构大额交易和可疑交易报告管理办法》，虽然本身不涉及外汇管理政策调整，但强调从大额、可疑交易入手，梳理有洗钱嫌疑的跨境资本流动，自然是报告的范畴和查处的重点。另外，加快外汇管理方式的转变，督促银行按照“了解客户、了解业务、尽职调查”的展业原则，加强跨境资本流动的真实性审核，理顺外汇管理政策的传导机制。

需要指出的是：第一，上述都是比较初步的想法，操作过程当中有些细节问题还有待进一步探讨。比如，到底是跨境环节征税，还是兑换环节征税；如何避免宏观审慎措施影响到正常的和贸易有关的资本流动，构成违背第八条款的义务，等等。总之，还需要在具体细化中解决这些技术上的问题。第二，加强跨境资本流动管理，不等于也不应该等于重归资本管制的老路。不可交易是最大的不确定性，也是最大的风险，容易形成政策反复和一刀切的情况，通过价格手段影响交易成本，相对更加可行。第三，任何资本流动管理措施都是有成本的，都会带来市场扭曲，也都不可能天衣无缝。同时，任何资本流动管理措施都不能替代必要的调整与改革，而都只是为之争取时间。

---

1. Managing Capital Outflows - Further Operational Consideration，2016年。

第四节
大力发展外汇市场

人民币汇率改革通常是改进汇率调控、发展外汇市场和理顺供求关系“三位一体”、协调推进。外汇市场发展是增加汇率灵活性的重要配套条件。有深度和广度的外汇市场可以更好发挥资源配置、价格发现和风险规避的功能，更好地吸收内部和外部的冲击。

一、主要特点

1994年，我国初步建立起银行结售汇制度和全国统一的银行间外汇市场。自2005年起，人民币汇率形成机制改革推动外汇市场发展进入了新阶段。目前，我国外汇市场发展主要有以下特点。

第一，衍生产品交易大幅增加。自外汇市场形成以来，衍生产品交易规模增长迅速。2016年，即期交易在外汇市场交易总量中的比重为43%，较2011年下降29个百分点，衍生产品在外汇市场交易总量中的比重升至历史新高的56%。其中，外汇掉期和货币掉期合约共成交10万亿美元，占交易总量的一半；期权市场从无到有，在交易总量中的占比达到5%；远期交易有所萎缩，占比为2%（见图5.4）。掉期市场更加活跃，表明本外币货币市场之间的内在联系趋于紧密，跨市场资产管理成为一个新趋势。

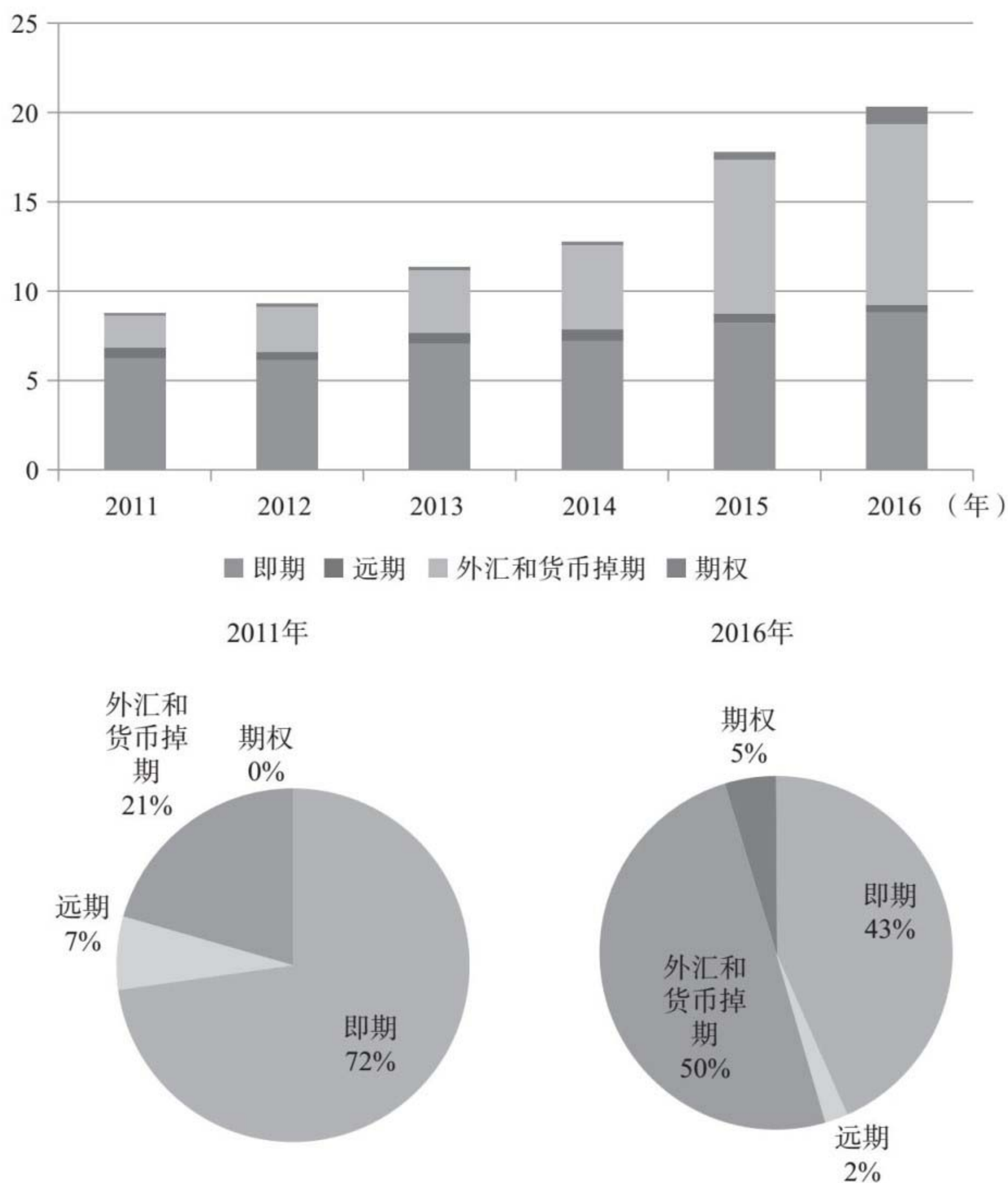
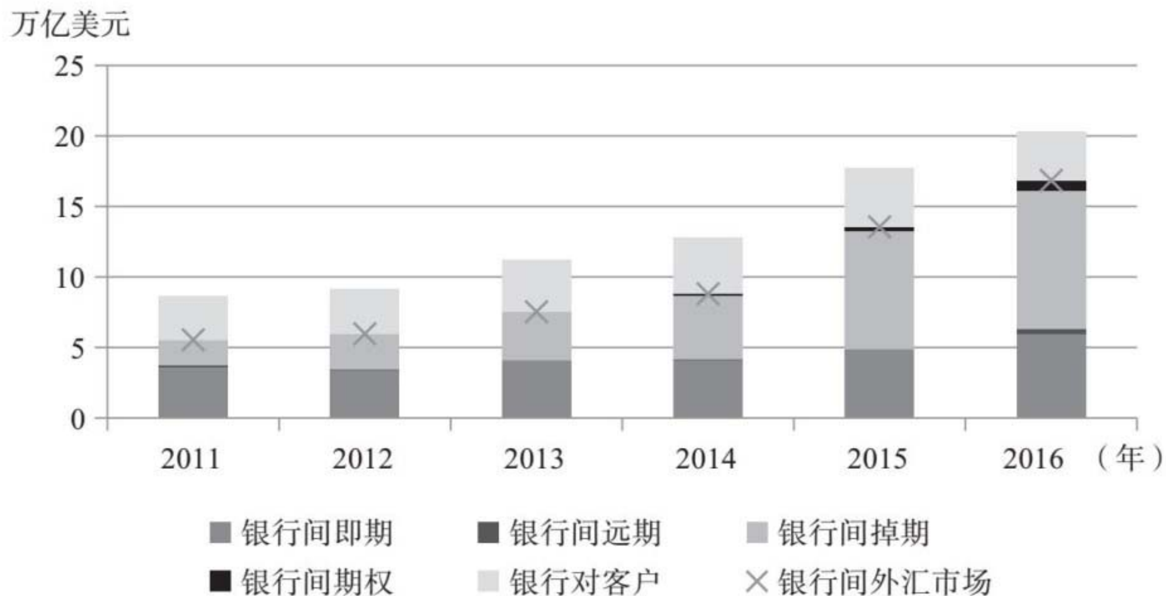


图5.4 2011—2016年境内人民币外汇市场交易产品构成变化

资料来源：国家外汇管理局。

第二，银行间市场交易占据主导地位。2016年，银行间市场交易量为17万亿美元，占全部交易量的83%，较2011年上升19个百分点；银行对客户市场交易量为3万亿美元，占全部交易量的17%（见图

5.5）。银行间市场交易占比上升主要源于外汇和货币掉期交易规模的增加。截至2017年1月20日，银行间外汇市场共有会员581家，其中主要是银行和企业财务公司会员。银行客户的主体是非金融企业。其他非银行金融机构主要作为银行客户开展交易，交易规模有限。根据港澳和跨境人民币业务发展需要，一批承担境外人民币清算职能的境外银行也相继进入银行间外汇市场，但所占交易份额较小。银行间外汇市场已经向境外央行类机构开放。根据BIS三年期外汇市场调查中的数据，中国外汇市场中10家最大的交易商占市场份额的75%，市场集中度与发达国家外汇市场趋近。



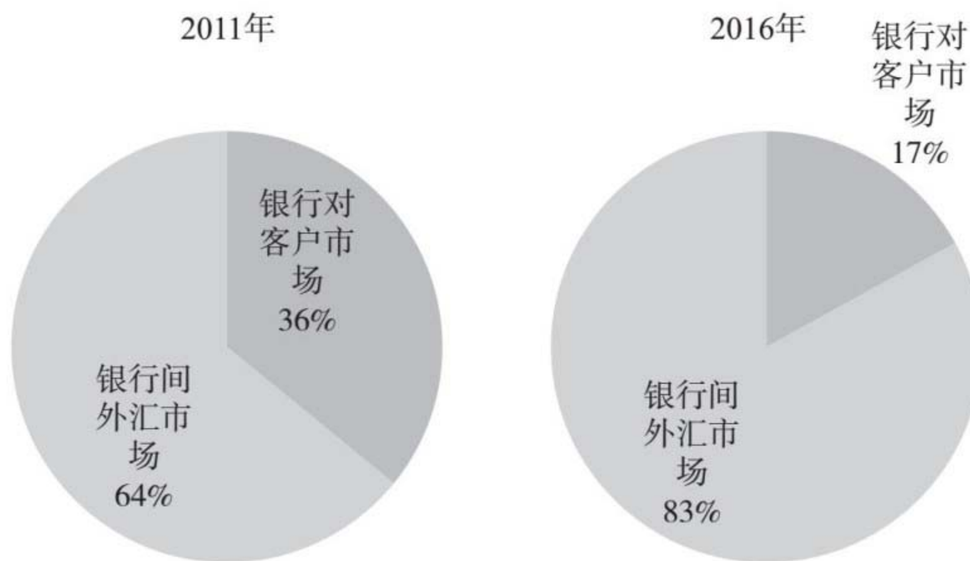


图5.5 2011—2016年境内人民币外汇市场交易主体及产品构成变化

资料来源：国家外汇管理局。

第三，人民币在全球外汇市场交易中的占比持续上升。根据BIS三年期外汇市场调查数据，人民币交易量在过去十几年中增长迅速。2016年4月，人民币日均交易量超过2021亿美元，在全球外汇交易中占比约4%。人民币超过墨西哥比索成为第八大交易货币，次于瑞士法郎和加拿大元（见图5.6）。与此同时，人民币不仅是贸易使用货币，也

越来越多地在金融交易中使用。但是，交易最多的货币对仍是人民币与美元，占全部交易量的95%。相比而言，人民币对其他货币交易则缺乏流动性。

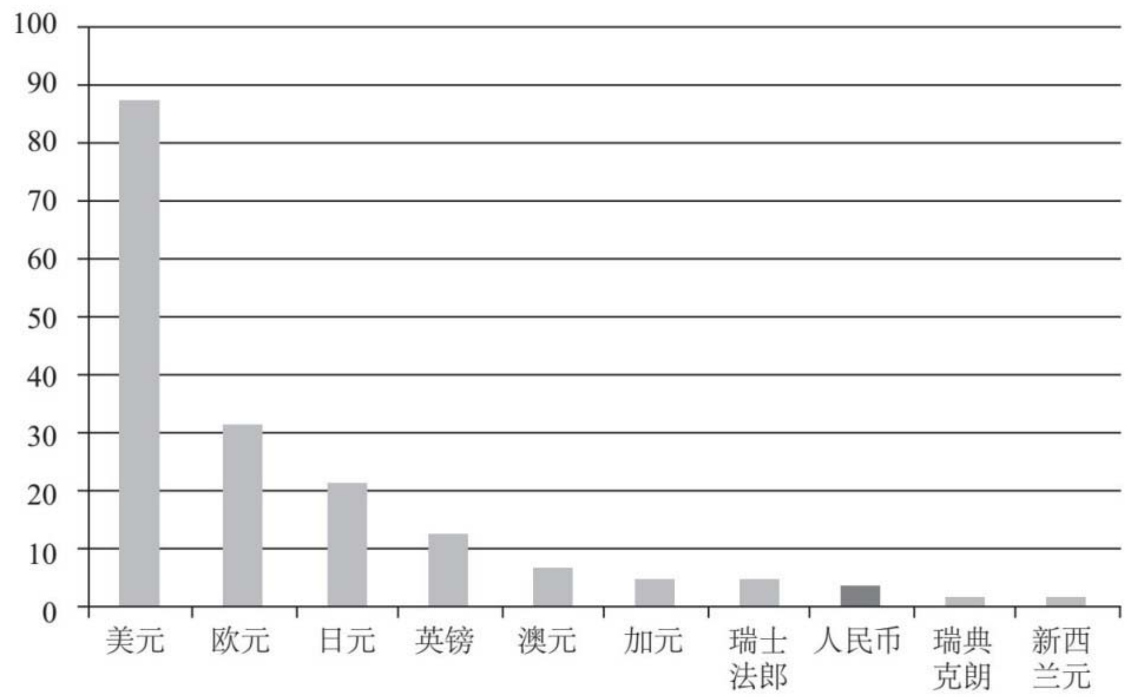


图5.6 全球外汇市场前十大交易货币（%）

资料来源：2016年4月BIS外汇市场调查。

第四，人民币离岸市场交易量超过在岸市场。根据BIS三年期外汇市场调查数据，2016年4月离岸市场人民币外汇产品日均成交接近1500亿美元，超过在岸市场交易量。这反映了近年来跨境人民币业务发展的成果，显示人民币在跨境贸易、融资中的使用不断扩大（见图5.7）。

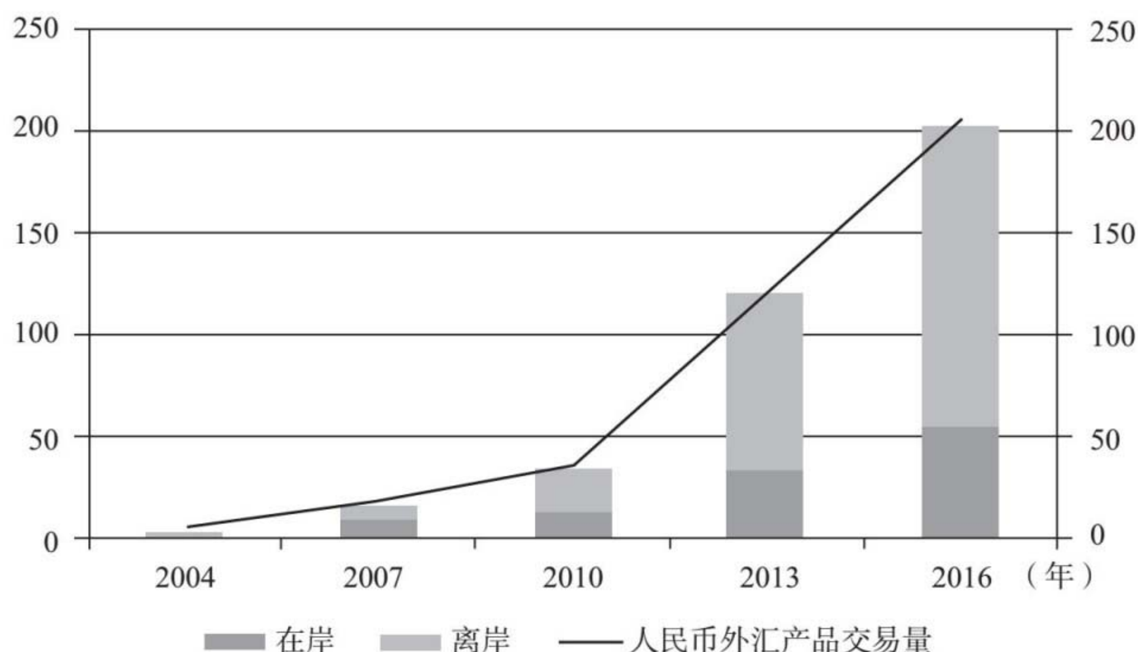


图5.7 人民币在岸、离岸市场交易量（日均，十亿美元）

资料来源：BIS三年期外汇市场调查。

二、微观结构

市场结构较为单一。我国外汇市场分为银行柜台结售汇市场与银行间外汇交易市场。在银行柜台结售汇市场，客户发起交易，按照银行报价进行成交，因而观察订单流可以直观地看到外汇市场压力的来源与变化。银行间外汇市场以商业银行为主要用户，交易模式和服务层次较为简单。即使2005年汇改后转向做市商报价驱动机制和引入非银行金融机构，也仅是将机构的身份分为做市商与普通银行，基础仍是平面化的多银行平台或者说多交易商机制，缺乏国际外汇市场普遍存在的单交易商机制、主经纪机制等功能。

交易模式逐渐多样化。1994年银行间外汇市场建立之初，采用电子集中竞价（撮合）的单一交易模式。2006年1月银行间外汇市场推出

电子双边询价（OTC）交易模式并建立做市商制度，2008年10月又引入货币经纪公司开展声讯经纪，至此形成了涵盖国际外汇市场主要交易模式的多样化格局，增强了外汇交易的自主性和灵活性。由于报价点差较大等原因，目前竞价交易大幅萎缩。声讯经纪已成为银行间外汇衍生产品交易的主要模式，2013年通过声讯经纪和电子平台达成的交易量比重分别为62.3%和37.7%。

市场透明度较高。在价格方面，银行间外汇市场会员可以实时获得做市商提供的报价，相对集中的交易平台使得外汇市场信息较为透明。在数量方面，2005年汇改之后，我国在推动交易模式多样化的同时，加强了交易信息的全覆盖采集和集中管理，银行间外汇市场形成了较为完备的交易报告制度。同时，银行柜台外汇市场建立了覆盖全部交易产品的数据采集体系，完善了外汇市场供求和银行外汇敞口监测，并且定期对外公布，增加了市场透明度。

清算机制不断完善。将标准化场外衍生产品交易纳入中央对手方清算是2008年国际金融危机后全球金融监管改革的动向之一。2009年6月，银行间外汇市场即期询价交易在部分做市商银行试点集中净额清算业务，2011年7月清算产品又扩大至远期和外汇掉期交易，对于降低外汇交易清算风险、促进外汇衍生产品市场发展发挥了积极作用。2014年，中央对手方清算业务正式启动。2015年，在银行间外汇市场推出外汇代理清算业务，通过搭建分层清算体系为中小银行提供净额清算服务，降低参与机构交易成本。

我国外汇市场经过多年发展，在交易工具、主体、平台和机制等方面不断完善，保障了汇率制度改革的顺利进行。但是，与发达国家外汇市场相比，我国外汇市场的深度和流动性仍有待增强。目前，外汇市场发展的主要制约因素有以下几方面。第一，一是汇率的灵活性不足。汇率缺乏弹性使市场主体没有动机去预测汇率、主动调整外汇头寸并管理汇率风险。第二，存在对外汇交易的限制。在银行对客户

市场，对个人和企业结售汇实行实需原则管理，在银行间市场，对银行自营外汇交易实行结售汇综合头寸管理。比较而言，国际外汇市场的供求类型更加多元化，有相当比例为投资或投机性交易。根据BIS三年期外汇市场调查数据，2016年4月机构投资者和对冲基金对全球外汇交易规模的贡献达到24%。第三，外汇市场的发展需要完整的人民币市场收益率曲线，以及高流动性的货币市场。第四，价格发现机制仍不够充分。人民币兑美元中间价定价机制透明度虽有所提升，但并非完全由市场自主决定。这些因素导致外汇市场不能充分发挥价格发现功能，在某些情况下还会出现流动性问题，并连带影响零售市场。

专栏5-1 国内外外汇市场参与者微观结构比较

20世纪70年代，布雷顿森林体系解体，浮动汇率制度逐渐被多数国家采用，外汇市场随之发展。40多年来，全球外汇市场得到了快速发展，交易规模增长，市场流动性增强。国际清算银行公布的最新一期关于外汇市场成交量的中央银行调查报告显示，2016年4月，全球外汇市场的日均交易规模达到了5.1万亿美元。

一、国际外汇市场的参与者微观结构

国际外汇市场属于典型的场外市场，没有集中的市场组织者，市场参与者包括商业银行、投资银行、资产管理公司、共同基金、养老基金、保险公司、非金融企业以及个人等。国际外汇市场最初是一团混沌，在长时间的自发交易中，一些大型商业银行和投资银行交易活跃，交易规模很大，逐渐承担起了提供市场流动性的职能，这些机构被称为交易商。国际外汇市场也逐渐演变形成了双层结构，包括交易商之间交换流动性的交易商间市场以及交易商为其他参与者提供流动性的零售市场。在零售市场上，交易商的交易对手包括非交易商金融机构和非金融机构客户，实体经济的货币兑换需求基本在零售市场上得到满足，零售市场构成了整个外汇市场的

基础。在交易商间市场，交易商们在市场上通过相互交换流动性来调整头寸，获取市场供求信息，判断外汇价格走势，交易商间市场成为了汇率形成的主要场所。

近年来，国际外汇市场的参与者结构出现了新的变化。21世纪初以来，对冲基金、资产管理公司等专业机构逐渐成为外汇市场的重要参与者。根据国际清算银行数据，近10余年的时间里，交易商与其他金融机构间的交易规模大幅增加，占全市场交易的份额从1998年的19.6%上升到了2016年的50.5%。这主要是因为全球投资者跨境配置资产的需求增强，在配置海外资产中产生的外汇兑换需求推动了专业机构交易规模的膨胀。

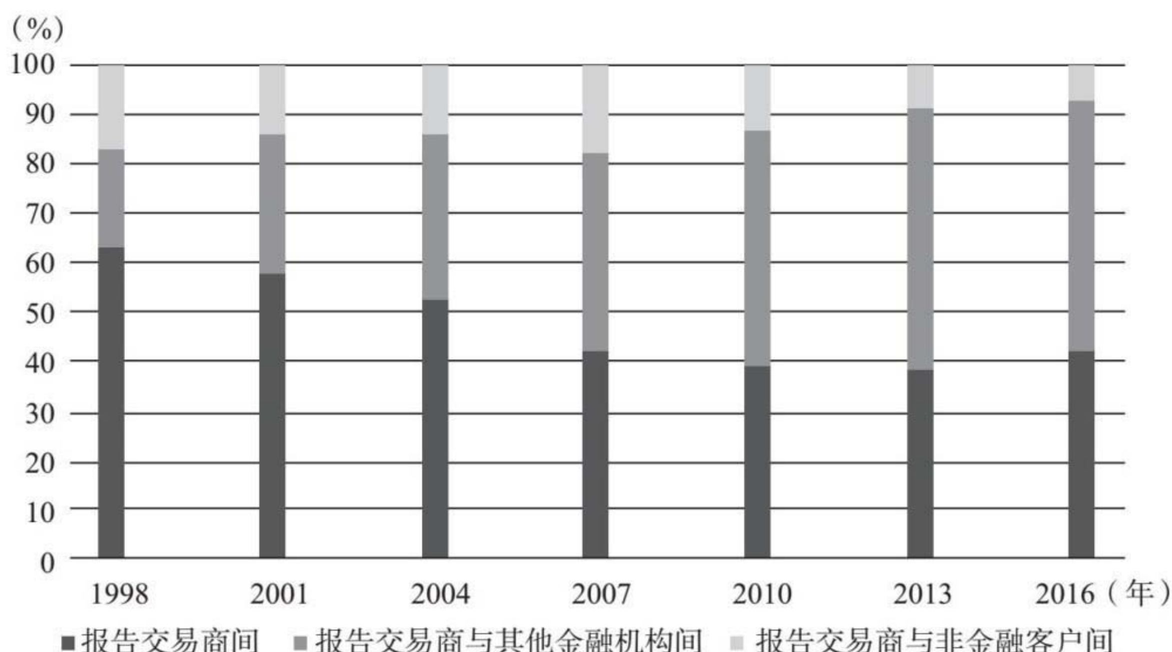


图5.8 1998—2016年全球外汇市场按交易关系划分的成交份额变化

资料来源：国际清算银行。

同时，主经纪业务的发展和电子交易渠道的丰富也为上述机构参与外汇交易提供了便利。2004年和2005年，EBS和路透分别向对冲基金以及其他客户开放了电子经纪平台的主经纪业务，使得这些机构能够参与到传统的交易商间市场。通过主经纪业务，交易商间市场的实际参与者不再局限于交易商，而可能是以该交易商名义进

行交易的某个对冲基金或资产管理机构。从这个意义上说，传统意义上的交易商间市场和零售市场的界限已经没有那么分明。

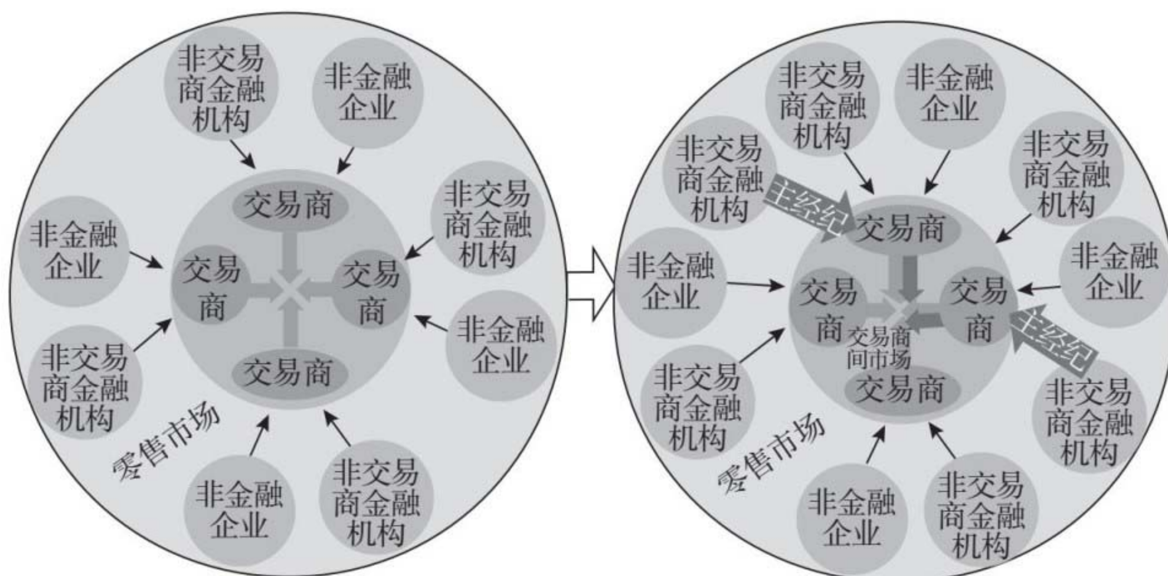


图5.9 国际外汇市场市场结构变化

二、国内外汇市场的参与者微观结构

1994年的人民币汇率形成机制改革奠定了现行人民币外汇市场分层结构的基础。1994年我国采取了企业强制结汇制度安排并建立了银行间外汇市场，外汇市场被分割为银行为企业和个人办理结售汇的零售市场和银行之间进行外汇买卖的银行间市场。市场参与者仅包括贸易企业、个人和外汇指定银行。2005年汇改后，人民银行和国家外汇管理局逐步放开银行间外汇市场的准入标准，使得更多种类的金融机构能够参与到人民币外汇市场中。截至2016年6月，银行间人民币外汇市场共有554家会员，包括境内中外资银行443家、财务公司67家、企业1家、证券公司和基金2家以及境外机构41家。

2006年，银行间市场引入做市商制度，2012年推出人民币兑非美货币直接交易后，又引入了直接交易做市商，就人民币兑某个非美货币的直接交易做市。与国际外汇市场不同的是，人民币外汇市

场的做市商并非市场的自发选择，而需要做市商申请并经过监管部门核准。



图5.10 2005年汇改后人民银行和外汇管理局放开银行间外汇市场准入标准

三、国内外外汇市场参与者微观结构比较

经过20余年的发展，国内人民币外汇市场的参与者结构得到了极大丰富。无论是在双层市场结构还是在参与者类型上都与国际市场存在着诸多相似之处。与国际外汇市场相比，人民币外汇市场中银行仍然占据支配地位，市场交易需求也主要集中于银行为企业客户套期保值并在银行间市场平补流动性。在国际外汇市场上逐渐成为中坚力量的专业资产管理机构在国内外汇市场的发展还不成熟。尽管出现了QDII、QFII等跨境投资参与者，但它们仍然以客户的形式在银行办理结售汇。目前，有国泰君安和嘉实基金两家证券基金类机构进入银行间外汇市场，但由于业务受限，交易并不活跃。

人民币外汇市场目前的参与者交易结构与我国外汇管理体制以及汇率制度存在千丝万缕的联系。客户结售汇交易的实需原则、银行结售汇综合头寸的管理、对证券保险类机构市场准入资格的限制以及人民币汇率的波动幅度小、隔日连续性差等因素共同决定了人民币外汇市场交易以套期保值为主的单一需求。随着人民币国际化的深刻推进以及资本项目的逐步放开，跨境资产配置需求将成为推动人民币外汇市场发展的巨大动力。

2015年“8·11”汇改后，人民币汇率弹性和市场化程度的提高决定了跨境资产管理需要更多的人民币汇率避险工具。人民币离岸市场的发展和境内外市场互动渠道的增多，倒逼境内人民币外汇市场需要提前为上述趋势做好准备，这意味着国内外汇管理机制的巨大调整。实际上，国家外汇局在放松非银行金融机构入市、给予结售汇综合头寸管理更多灵活性等方面的工作，也正体现了这一发展方向。

（夏座蓉）

三、政策建议

（一）适时适度放松实需交易原则

长期以来，我国人民币外汇市场交易实行实需原则，这对维护人民币汇率稳定、确保中国国际收支基本安全、规避国际套利资本打进打出冲击境内宏观经济稳定，均起到了十分积极的作用，是我国改革开放以来安全利用海外资金，并且成功规避国际金融危机冲击的重要原因。但随着我国经济规模的扩张以及对外经济交往的发展，实需原则的一些负面影响也逐渐有所显现，包括不利于投资者主动防范汇率风险、不利于境内外汇市场规模的扩大、有强化人民币单边波动的副作用、制约境内衍生金融工具市场的发展。

从我国实际出发，第一，实需原则的放宽可以采取由点到面、分步推进的手段逐渐实现。第二，在业务推进步骤上，可按照先即期后衍生、先场外市场后场内市场的顺序逐步突破实需原则。第三，在即期“账户外汇”交易运行一段时间后，可逐步拓展到外汇衍生金融工具交易。

（二）增加外汇市场交易主体

交易主体的多元化是活跃外汇市场交易、促进市场预期多元化、提高市场定价效率、促进外汇市场金融创新的有效途径。我国外汇市场经过多年的发展，在交易主体多元化方面取得了一定的成就，但仍有较大的提升空间。首先，目前全球外汇市场交易主体日趋多样化，非银行金融机构和企业等投资者已成为外汇市场重要的参与者，并正在发挥越来越大的作用，而这正是我国银行间外汇市场的短板。其次，交易需求同质、方向单一的状态既不利于人民币合理均衡价位的实现，也不利于市场主体风险管理能力的提高。最后，随着人民币离岸市场的发展和资本项目可兑换的不断推进，境外市场吸引力必然会不断提高，境内金融机构和企业也加快了“走出去”的步伐，从而导致境内市场部分流动性转移到境外，境内外市场联动性不断增强。这给境内外汇市场发展带来了一定的竞争压力，要求境内市场加快开放步伐。

主要建议：一是在推进资本市场双向开放（如沪港通、深港通、债券通）的基础上，引入更多境内非银行金融机构如证券基金公司参与银行间外汇市场交易。跨境证券投资项下的金融交易，金额小、笔数多，有助于增加外汇市场交易的流动性，促进市场价格发现。二是在目前境外市场会员基础上，积极引入更多境外机构进入我国银行间外汇市场，提高市场整体开放程度。三是尝试引入高净值个人投资者作为银行间外汇市场交易主体。个人投资者具有对市场反应灵敏、决策迅速的优点，与存在明确的贸易或投资背景的企业相比，其交易行为的不可预见性较高，有助于打破市场交易的单边性。

（三）发展多层次外汇市场

从我国外汇市场多年的运作来看，其基本框架的设计是合理的，但在交易过程中仍存在一些弊端。首先，妨碍交易者的自由选择。现行的外汇场内交易制度将外汇银行的交易对象限定于CFETS的会员，

使某些可能实现的交易利益未能实现，从而会损害市场效率。其次，无法保证交易的连续性。最后，市场覆盖范围狭窄。

为弥补银行间外汇市场的不足，我国有必要进一步完善多层次的外汇市场，持续推动场内市场与场外市场相结合，有形市场与无形市场相结合。当前可从以下三个方面着手。一是积极推动交易所外汇期货和外汇期权市场的发展。场内外汇期货、期权具有合约标准化、中央对手方清算和流动性强等特点，且交易成本较低，非常方便企业和投资者参与。二是逐步拓宽个人投资者参与外汇市场投资的渠道。未来可在银行柜台结售汇市场的基础上，逐步允许符合一定条件的个人投资者参与银行间市场和交易所市场，其参与范围可逐渐从即期交易扩大至远期交易，再扩大至外汇期货和期权交易。三是推动合法合规的互联网外汇交易平台建设。

（四）丰富外汇市场交易产品

外汇市场交易产品的丰富程度直接关系到投资者参与外汇市场的积极性，进而直接关系到外汇市场的发展潜力。不断丰富我国外汇市场的交易产品是外汇市场建设的长期任务。

第一，开发“一带一路”国家货币的ETF产品。可在中国境内推出“一带一路”国家货币的ETF产品，其交割机制可借鉴人民币外汇无本金交割远期的经验，帮助国内企业以可预见的经济成本锁定相关汇率风险。

第二，开发人民币汇率指数产品。发展人民币汇率指数产品可以为我国企业提供更为丰富的汇率风险规避选择，特别是满足我国“一带一路”倡议推进过程中，企业对各种小币种汇率风险的管理难题。

第三，开放人民币外汇期货产品。在外汇市场基础产品中，我国目前只缺乏场内交易的人民币外汇期货。从长期看，人民币汇率期货

市场的建设对于人民币汇率定价机制的完善以及企业和个人投资者汇率风险的管理都具有十分积极的意义。

（五）促进境内外市场融合

随着人民币可兑换程度的提高和人民币国际化进程的推进，外汇市场的发展应注重促进境内外市场的融合，使得国内外投资者均可以较为便利地进行涉及人民币的外汇交易，进而促进境内外投资者低成本地进行跨境投资和贸易活动。

短期内，在支持境内银行参与离岸市场方面可考虑：一是逐步扩大境内银行对离岸分支机构的人民币融资额度，鼓励境内银行深度参与离岸市场的同业拆借、回购等货币市场交易，逐步缩小境内外人民币利差，形成境内外联动的人民币货币市场；二是允许境内银行直接参与离岸外汇市场交易，初期可核定境内银行一定的交易额度，根据市场运行情况可进行动态调整，形成境内外联通的人民币外汇市场；三是逐步放宽境内银行在离岸市场的融资限制，为离岸市场提供更多优质的中长期投资选择的同时，促进境内银行充分利用境内外资源。

长期看，应高度重视通过外汇市场改革促进人民币国际化，探索增强与“一带一路”沿线国家的货币金融合作的可行模式。现阶段可从四个方面着手推进。一是利用沿线国家对华大宗商品贸易的重要地位，以及我国在金融机构和期货市场方面的优越条件，积极推动沿线大宗商品实现人民币计价结算。二是利用我国在基础设施建设方面的经验和资金动员上的能力，大力促进人民币成为沿线基础设施融资的关键货币，特别是在政府援助、政策性贷款、混合贷款和基础设施债券发行中更多地使用人民币。三是利用产业园区在贸易创新、产业集聚等方面的特有优势，在园区规划和建设中积极引导人民币的使用。四是利用沿线各国发展跨境电子商务的地理优势和文化优势，大力支持电子商务的人民币计价和跨境支付。在此基础上，短期看，可以通过允许境外央行和货币当局参与境内银行间外汇市场、债券市场的方

式增加境外央行和货币当局持有人民币资产的动力；中长期看，随着人民币资本项目逐步可兑换，可以逐渐允许更多的境外金融机构参与境内外汇市场交易，使得境内外人民币汇率市场实现更为紧密的对接。

（六）完善外汇市场基础设施

目前人民币境内外市场仍然存在价位明显的汇差，交易机制、交易时间和参与主体均存在较大的差别，如何通过基础设施建设尽可能收窄境内外差异，使全球投资者均能在一个公开、透明、公正的市场环境下参与人民币外汇交易是重要的研究课题。在短期内，通过允许境外金融机构参与境内银行间外汇市场可以部分解决上述问题；在长期内，可以考虑对接全球外汇交易CLS结算系统，或推动CFETS和上海清算所走出去，让符合条件的国际金融机构成为CFETS和上海清算所的会员，直接参与境内银行间外汇市场的交易。

建立外汇交易数据报告库制度可作为我国外汇市场基础设施建设的重点工作之一。虽然我国尚未完全建立交易数据报告库制度，但我国在这方面已有一定的基础。中国外汇交易中心作为交易主平台和定价中心、上海清算所作为中央对手集中清算机构的专业化服务功能日益成熟。银行间市场作为外汇市场交易平台，具有20多年的系统运行和信息管理经验，并与所有市场主体有网络连接，具有交易数据报告库的先天基础，特别是人民币外汇交易数据的整合和存储已较为完善。今后应重点加强对已报送外汇交易数据的深度加工和利用，以及对场外人民币外汇衍生品交易等外汇业务数据的采集和分析，以及时、全面、准确地掌握外汇市场运行状况及演进趋势。

（七）加强外汇市场投资者教育

以炒股票的方式进行汇率风险管理是我国企业和个人投资者的典型特征，突出表现为追涨杀跌的倾向严重。企业利用外汇衍生金融工

具避险的意识较为薄弱，利用衍生金融工具对市场走势进行单边对赌的动力较强。个人进行外汇市场投资盲目性较强，对风险和收益之间的权衡缺乏理性思考，往往导致巨额的外汇投资损失。因此，加强外汇市场投资者教育是我国外汇市场建设必不可少的环节。

（八）健全外汇市场应急机制安排

还应在广泛协调相关部委和商业性金融机构的基础上建立健全外汇市场应急机制安排。在应急机制中，应明确应急机制的触发条件，明确各相关部门在应急机制中的责任分工，明确各相关部门在应急机制中的责任人，明确信息沟通机制以及结束应急状态的条件等内容，并且都需要事前上报国务院备案。一旦满足触发应急机制的条件，国务院或者国务院授权部门可以迅速成立应急领导小组，并要求各相关部门照章推进各项工作。

四、发展其他金融市场

（一）货币市场

货币市场是金融市场的重要组成部分，其发展水平对于金融体制改革、商业银行经营方式转变和中央银行货币政策操作都具有重要意义。我国的货币市场由多个子市场所构成，其中包括拆借市场、回购市场、利率互换、存单和票据市场等。近年来，我国货币市场快速发展，为货币政策实施创造了重要的基础性条件。

货币市场与外汇市场有内在的关联。在货币市场中，利率是内生变量，由包括货币供给、价格水平和实际GDP在内的外生变量决定。外生变量的变化影响货币供求，从而决定均衡利率水平。在外汇市场中，汇率是内生变量，外生变量包括国内利率、国外利率、汇率预期

等。外生变量的变化影响外汇供求，从而决定均衡汇率水平。货币市场和外汇市场之间的关联在于，国内利率是货币市场的内生变量，同时也是外汇市场的外生变量。货币市场上供求变化会通过利率影响到外汇市场。货币市场利率是外汇定价的重要因素。因此，在浮动汇率制下，稳定的货币市场利率能够给外汇市场提供较好的定价基准，有利于管理汇率风险并降低汇率波动。

在货币市场上，央行和市场力量共同发挥作用。央行通过公开市场操作、准备金率等手段调节货币市场流动性，平抑过度波动。2013年“钱荒”之后，央行开始完善“利率走廊”机制，用超额存款准备金率作为走廊下限，SLF利率作为走廊上限，未来央行应继续优化“利率走廊”机制，疏通利率传导机制。

（二）债券市场

债券市场的发展能够降低汇率浮动可能导致的风险。首先，国内债券市场的发展，可以降低银行和企业对境外融资的依赖，减少债务美元化导致的货币错配风险。在许多新兴市场国家，当本币出现贬值时，因外币债务负担加重而无法偿付，导致了大规模的企业破产和银行外汇贷款违约，加深了货币和金融危机（Calvoet al，2003）。其次，有深度的债券市场可以对跨境资本流动的突然逆转形成缓冲，降低资本账户开放的冲击。一方面，国内债券市场可以提供替代性的资金来源；另一方面，扩大债券市场开放也可以吸引资金流入，对冲资本流出。自2010年允许境外央行等三类机构进入银行间市场以来，我国债市对外开放取得了一系列重大进展。尤其是2015年起债券市场开放进入深化阶段，包括引入更多符合条件的境外机构投资者、取消投资额度限制、简化管理流程等。截至2016年第三季度末，境外机构（含个人）已连续7个月增持境内人民币债券，债券托管余额占其全部人民币金融资产的24.4%，较2015年6月末提高了7.1个百分点；境内债券市场的境外机构投资者达355个，较2014年末增加了16.4%。

与此同时，债券市场发展中的问题和挑战也会制约汇率制度的改革。这突出表现在，在经济下行背景下，微观主体的信用风险会逐步显性化，隐性担保、刚性兑付导致的价格扭曲现象仍然存在，监管的有效协调不够，进而影响对市场整体风险的判断和把控。为应对这些挑战，一是要强化风险防控，健全市场约束和风险分担机制，促进债券市场更加高效、公平、规范。二是要进一步加强监管协调，推进债券发行制度市场化改革和法制建设，形成集中统一、监管有效的债券市场执法机制。三是要积极稳妥地推进债券市场对外开放。在宏观审慎管理框架下，推动境内机构到境外发债更加便利化。根据资本项目可兑换的进程，进一步扩大境外机构投资者范围，引入更多中长期投资者。

（三）股票市场

汇率与股价分别是外汇市场与资本市场的价格，均为反映一国经济运行情况的重要指标。关于汇率和股价之间的关系，目前国际上主要有两种理论假设：商品市场理论和资产组合平衡理论（祝建，2010）。

商品市场理论主要从经常项目账户或贸易平衡的角度出发，认为本币升值可以同时起到减少出口和增加进口的作用，进而影响股票市场。然而，随着经济全球化的发展，这一理论显现出两方面的缺陷。一是该理论基于的汇率影响进出口贸易量的理论面临质疑，比如，随着全球价值链的发展，汇率的升值不必然带来出口的减少。二是股票市场的运行也会在一段时期内出现与实体经济的背离。

资产组合平衡理论主要从资本项目账户出发来说明两者之间的关系，认为外汇的供求决定汇率的水平。当一国的股市处于牛市阶段时，该种货币预期回报率上升，吸引更多的国外投资者，使本币需求增加进而升值。相反，当一国股市下跌时，国外投资者将会卖出他们所持有的本国上市公司的股票以避免损失，国内投资者也会因为财富

水平的下降，减少对本币的需求，并倾向于将其资本投到其他市场寻求更好的回报，导致本币供给增加和外币需求增加，从而使得本币贬值。这种理论只有在资本可以比较自由地流动的前提下才能成立。

以上两种理论对汇率与股价变动的关系的解释是相反的。前者认为汇率与股价反向相关，而后者认为两者正向相关。国内外学者从不同的角度、根据不同的样本、运用不同的方法所得出的实证结果同样存在着较大的差异。因此，在考虑汇率变化和股价变化的相互影响时，要根据具体原因进行具体分析。随着我国资本账户的开放，金融市场情绪对汇率和股价变化都更加敏感。管理好汇率和股价波动风险、完善汇率制度和股票市场监管，有利于避免风险情绪在两个市场之间传递。

第五节
其他配套措施

恰如其分的宏观政策以及结构性改革的推进是任何汇率制度能够良好运行的长期保障。目前，需要从深化供给侧结构性改革、加快经济方式转变、加快经济转型和升级、强化财政预算硬约束、加强国际协调等方面入手，为汇率改革创造有利的外部环境。

一、深化供给侧结构性改革

推进供给侧结构性改革是全面深化改革的一项重要任务，是当前和今后一个时期我国经济工作的主线。在当前全球经济仍处在深度调整期、国内经济增长总体乏力的背景下，2017年经济工作会议明确要继续深入推进“三去一降一补”五大任务，夯实经济均衡、协调、可持续发展的基础。

去产能方面，2016年，我国钢铁去产能4500万吨、煤炭去产能2.5亿吨的目标任务均提前超额完成。然而，按照“十三五”的目标设定，后续四年的去产能任务依然很重、压力很大。在当前统一开放竞争有序的市场体系还没有完全建立的情况下，还需要继续适当运用行政手段和选择性产业政策来推进去产能，并引导相关行业发展。在此过程中，应注意尊重市场规律，避免“一刀切”。比如，对过剩设备处理，政府可以通过提供补贴等更加市场化的方式进行。对产业调整中出现的失业问题，要提供再就业培训和社会保障，并积极采取措施支持企业进行转型。地方政府部门要致力于将已制定的去产能政策落到实处。

去库存方面，要坚持分类调控，因城因地施策，重点解决三四线城市房地产库存过多问题，将去库存与促进1亿农业人口市民化、棚户区改造、保障性住房建设、建立住房租赁市场等更好地结合起来。

去杠杆方面，进展仍然较为缓慢。截至2016年第三季度末，国有工业企业的资产负债率由上年同期的61.2%上升到61.5%。据瑞银集团的一项研究显示，截至2016年年底，中国非金融部门债务达到人民币205万亿元，与国内生产总值之比为277%，其中企业债务与GDP之比约为164%，政府债务为68%，家庭债务为45%。债务率高企已经引发投资者广泛担忧。此前，三大国际评级机构均对我国债务风险提出警示。与其他国家相比，我国政府和居民的杠杆率较低，非金融部门的杠杆率较高，债务相对集中于非金融企业部门。但从政府部门债务率的角度看，政府杠杆未来几年可能继续上升。首先，在新的增长动力尚未形成的情况下，出于“稳增长”的目的，政府需要继续进行基础设施建设投资；其次，为了加大“去产能”力度并做好下岗人员的安置和再就业工作，相关财政支出也不可避免需要进一步扩大。中央经济工作会议指出，要在控制总杠杆率的前提下，把降低企业杠杆率作为重中之重。债转股应继续在市场化、法治化的方向上深入，推动落后产能的淘汰，降低企业杠杆，为深化供给侧结构性改革创造条件。

降成本方面，应继续落实和完善营改增等减税降费政策，进一步减轻企业负担，有效发挥减税政策对经济社会发展的积极效应。同时，深化简政放权降低制度性交易成本，进一步清理规范基金和收费。

补短板方面，不是简单地增加投资，而是切实从满足需要出发，增加有效供给。

二、加快经济发展方式转变

过去几年，我国经济结构性调整取得了阶段性效果，经常项目顺差与GDP之比（见图5.11）和外贸依存度均显著回落，以投资、外需拉动的经济发展模式逐步向以消费拉动为主的经济发展方式转变。但我国经济结构调整也面临新的挑战。要素价格持续上升，汇率灵活性增强，劳动密集型行业转型压力较大，需尽快培育新的增长动能，减轻对外部市场的依赖。

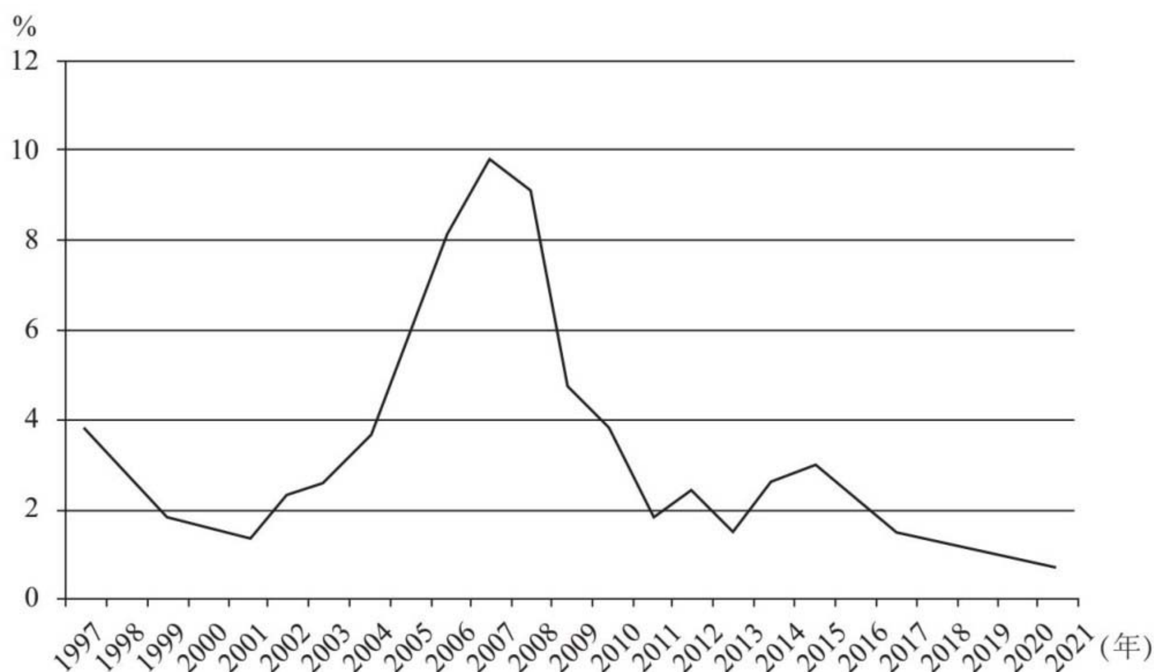


图5.11 中国经常账户差额与GDP之比

资料来源：IMF WEO数据库，2015年后为预测值。

加快经济发展方式转变，首先，需要进行全面的生产要素改革。供给侧改革的一个重要目标是提升全要素生产率，提升要素市场的配置效率。要想扩大市场空间，释放社会资源，就必须推进诸如人口政策、土地制度等生产要素改革。其次，汇率的波动提高了劳动力市场及相关政策的重要性。灵活的劳动力市场机制能够使工人在不同部门之间流动，失业救助、再就业培训和其他社会安全网的建设也发挥同样的作用。最后，在扩大内需的同时，要继续转变外贸发展方式、提高利用外资质量，推进对外投资健康、有序发展。

三、加快经济转型和升级

在转变经济发展方式的过程中，应该因势利导，把政策的着力点放到转型升级上，增强企业非价格竞争力。

具体措施包括以下几点。第一，以创新引领经济转型升级。创新是发展的第一动力，是供给侧结构性改革的重要内容。通过简政放权、放管结合、优化服务改革，深入推进创新驱动战略。第二，大力发展服务业。把扩消费与“补短板”结合起来，破除抑制服务业发展的体制机制问题，放松市场准入和价格管制，激发增长活力。智能通信、手机、新能源汽车等新兴消费迅速扩大，旅游、文化、体育、健康、养老“五大幸福产业”快速发展，既拉动了消费增长，也促进了消费升级。第三，推进新技术、新业态、新经济的快速增长。新技术能够催生更多的新产业、新业态、新模式，推出更加符合市场需要的新产品和新服务，培育新的经济增长点。第四，要以开放助推经济转型升级。要进一步提高开放型经济的水平，扩大服务业和制造业的开放，为外商提供更多的投资机会，营造更加公平、透明、可预期的投资环境。

四、推进现代企业制度改革

国有企业是中国市场的重要主体，国有企业实质性改革对提高经济增长率有重大作用。由于面临各方面阻力，目前国有企业改革仍未到位。根据高盛的数据，国有企业占中国国内生产总值（GDP）的2/5，雇用中国1/10的劳动力，但股本回报率往往比民营企业低得多。

国企改革首先要建立现代企业制度，增强财政预算硬约束。国企的融资软约束相当于变相的政府补贴，不利于促进公平竞争，提高经

营效率。IMF的一项研究表明，国有银行通常会向公共部门发放更多信贷，导致财政赤字，提高政府债务率，并挤出私人投资（Gonzalez-Garcia等，2013）。为此，需要进一步加强国有企业的融资约束，改革和完善代理制，政府的角色要从企业直接管理人转变为出资人角色。

良好的财政纪律是增加汇率灵活性的重要条件。在缺少财政纪律的情况下，债务的货币化得不到有效约束，会相应降低货币的信誉。加强财政约束不在于在多大程度上减少财政支出，而在于改革财政收支决策的体制机制，确保财政收支有稳定和可持续的基础。

在“去杠杆”和财政支出压力并存的环境下，更需要强调财政以及融资纪律，以确保降低杠杆率的长效机制。对于政府融资平台债务，可继续由财政发债置换。国务院公布的《地方政府性债务风险应急处置预案》重申地方政府对其举借的债务负有偿还责任、中央实行不救助原则，对未来近17万亿元地方政府债务和8万多亿地方政府或有债务可能出现的风险，给出了应急处置工作机制。

对于企业的债务重组，则不能直接运用财政资金，而应吸引民间资金投资，发展优先股、次级债、可转债等长期资本工具。在具体政策操作上，应更多强调以市场化、法制化原则实施债务重组，警惕危机救助中的道德风险对货币政策的倒逼。

五、推动建立开放包容的国际经济秩序

（一）积极应对贸易增长放缓的挑战

在过去的数十年中，经济全球化取得了引人注目的发展，贸易、资本和人员流动规模前所未有。经济全球化总体上有利于世界经济的

发展，促进了商品、资金、技术、信息在全球范围的流动和配置，推动了经济技术交流和合作、产业转移和结构调整，提高了世界生产力的水平，给各国发展带来了新的机遇和有利条件。但经济全球化进程也充满矛盾和风险，全球经济发展不平衡问题更加突出，各国经济和金融安全面临的挑战和风险进一步增加。全球化给发达国家带来的冲击也开始显现，外部竞争压力加大，国内社会矛盾上升，经济民族主义呈抬头态势。

我国贸易增长面临的挑战主要来源于两个方面。首先，贸易增长放缓是一个全球性的现象。2008年全球金融危机以来，全球平均每年贸易量增长只有3%。而过去的30年，平均每年贸易增长达6%。贸易增长减缓和经济活动整体疲软密切相关。但是其他因素，如贸易自由化的步伐减慢、保护主义的抬头也起了一定作用。其次，我国贸易前景不容乐观。2016年，我国进出口增速低于全球水平，贸易竞争力有所降低。美国的贸易保护政策也可能加码，会进一步加剧困境。

在贸易关系紧张的情况下，汇率问题可能会再次引起关注。从中国贸易差额的实际变动分析，汇率变动对贸易收支有一定影响，但并非决定性因素，结构性原因发挥着重要作用（见专栏5-2）。面对这种情况，我们需要制定切实可行的政策，抓住机遇，化解风险。一是加快国内经济的转型和机制的调整。二是坚持对外开放，积极呼吁推动开放市场，取消贸易壁垒。三是推进“一带一路”倡议，探索贸易增长新途径，推动全球化成果的共享。

专栏5-2 人民币汇率与贸易差额的联系

贸易差额是经常账户差额的主要构成部分。汇率与贸易以及贸易差额的关系是经济学家们一直所关注的，也是人民币汇率形成机制改革中的一个焦点问题。

传统经济学理论认为，在其他因素不变的情况下，货币贬值可以提高本国商品的价格竞争力，从而刺激出口、抑制进口；反之，则会鼓励进口、抑制出口。IMF在2015年10月的《世界经济展望》中分析了汇率和贸易流动的关系，基于对发达经济体以及新兴市场和发展中经济体历史数据的研究，认为汇率变动通常会给进出口带来巨大影响，平均而言，某一经济体货币的实际有效汇率贬值10%会导致实际净出口占GDP的比重上升1.5%。也就是说，灵活的汇率在调节贸易失衡方面仍然发挥着重大作用。

也有经济学家对汇率变化对贸易收支的影响力提出了质疑，主要集中在几个方面。一是“J曲线”效应。由于进出口商品价格通常是提前议定的，重新议价以及转向其他国家的生产商都需要时间，货币升贬值的影响通常延后才表现出来。二是汇率传递不完全问题。汇率变化可能由于出口商让利、降低报价，进口商进行议价等原因而不完全体现在商品价格上。三是全球价值链的发展。近期世界银行等研究认为，随着全球价值链的发展和生产的碎片化，汇率与贸易之间的联系已经大大削弱。

有经济学家提出，根据储蓄和投资平衡等式，影响一国储蓄和投资水平的结构性因素才是贸易盈余或赤字产生的原因，其中包括贸易壁垒、金融改革、人口结构等。从中长期来看，货币的升值或贬值不会改变总需求，仅是改变生产结构，对就业也没有影响。

从中国的情况来看，自2005年起开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。2005—2009年，人民币兑美元汇率持续升值，经常账户差额增速逐步放缓（见图5.12），显示贸易差额与汇率之间的短期联系确实存在。然而，尽管2005年到2015年人民币兑美元一直保持升值，并且幅度达到34.7%，但是经常账户顺差并未消失，2015年达到3306亿美元，是2005年的2.5倍。这表明，虽然汇率与贸易之间存在一定关联，但并

不能使贸易顺差消失或转为逆差，我国贸易顺差的根本原因可能是中国经济中的结构性因素。

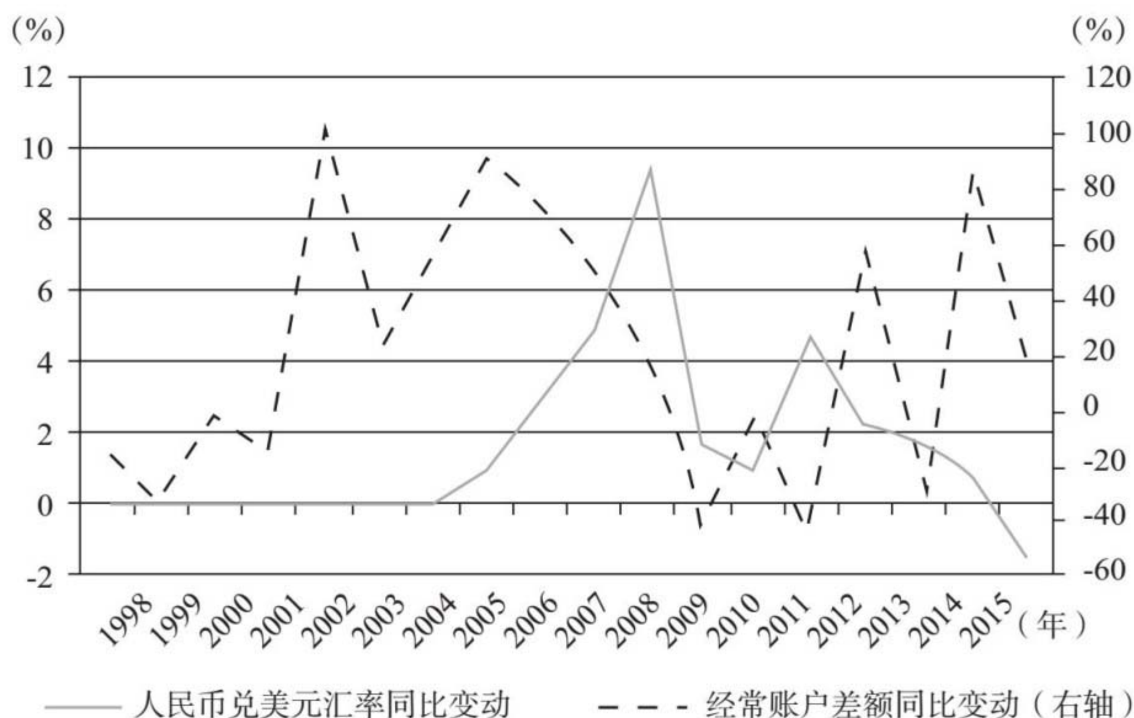


图5.12 人民币兑美元汇率与经常账户差额

资料来源：IMF WEO。

（谢月兰）

（二）加强货币政策协调

在货币政策方面，传统上大国经济体都以国内情况作为政策制定的唯一考虑，但金融危机后，溢出效应以及溢回效应的增强使主要央行的态度有所转变。2016年年初，美联储货币政策措辞出人意料地更加鸽派，正是考虑到全球风险情绪上升，可能反过来危及美国经济复苏后的结果。20国集团（G20）央行行长和财长上海会议上，世界各大央行首次共同对剧烈波动的外汇市场表示不安，敦促所有国家避免

货币竞争性贬值。尽管将货币和汇率政策对他国的影响系统性地纳入货币政策框架还需要时间，但这一问题已经引起了各国重视。

政策协调意味着各国在可能的政策范围内，采取一系列措施促进增长、稳定汇率、完善流动性供给机制，减少竞争性贬值的预期，维护资本有序流动。但是，当维护国际金融稳定与促进国内经济增长和通胀目标不一致时，各国还是会以国内目标为主。这是政策协调面临的最大障碍。利用G20等平台对各国政策进行公开坦诚的讨论至少可以加深对这一问题的理解，并促使央行将政策外溢效应纳入决策，从而降低资本流动和汇率波动。Eichengreen等（2012）就提出建议，“一小部分中央银行在国际清算银行（BIS）国际金融体系委员会框架下定期会晤，讨论并评估政策对全球流动性、杠杆率和风险敞口的影响，以及从全球价格、产出和金融稳定角度联合采取货币和信贷政策的适当性”。

（三）推进国际货币体系改革

现行美元主导的国际货币体系是汇率大幅波动及资本大规模流动的根源。建立一个包含主要货币在内的联盟，有利于增强国际货币体系的稳定性。在全球层面，在IMF的主导下建立有效的安全网能够降低发展中国家在面对资本流动突然中止时的风险，同时也有利于发达国家。首先，这样的框架在应对区域性危机的传染方面能够发挥重要作用。其次，提供流动性支持也有助于减少债务国危机对债权国的冲击，这一问题已经在2008年全球金融危机期间凸显出来。最后，在具备安全网的前提下，发展中国家可以降低储备积累，采取更加有利于国内经济发展的汇率和货币政策。

第六章
主要结论与建议

一、牢牢把握人民币汇率选择的主动权

开放经济条件下，汇率是重要的经济变量和政策工具，是统筹对内平衡和对外平衡的枢纽。从政策工具的角度看，汇率选择不仅包括汇率制度，也包括汇率政策。其中，汇率制度确定的是国家汇率制度的基本取向，具有长期性、稳定性；汇率政策反映的是不同时期汇率水平的强与弱、供求的松与紧，具有短期性、可变性。任何时候都要避免因汇率政策的短期需要延误了汇率制度的改革方向，更不能把短期政策长期化、机制化，制约汇率的资源配置和宏观调控作用发挥。

二、汇率选择没有一劳永逸的最优解

从理论上看，固定汇率、浮动汇率和有管理浮动都各有其优劣性，关键是要综合考虑经济规模、发展状况、内外环境和政策目标等因素，才能做到“两害相权取其轻、两利相权取其重”。关于最优汇率选择的国际共识是，世上没有任何一种汇率选择适合所有国家，也没有一种汇率制度适合一个国家的任何发展阶段。中国历史上的汇率制度演变，以及1994年汇率并轨以来在有管理浮动汇率制度框架下汇率政策操作的实践，都符合这一基本共识。

三、经济稳是货币稳的前提

虽然汇率选择与宏观经济有着密不可分的联系，但是汇率往往只是经济基本面的外在表现，单寄希望于调整汇率制度来改善经济是不现实的。在经济本身的问题没有得到解决的情况下，调整汇率制度未必会有提振经济的效果，积极调整经济结构、处理经济本身存在的种种问题才是根本办法。当然，改革的同时如果能够选择适宜的汇率安排，则可让经济在未来轻装上阵，起到锦上添花的效果。

四、中国的汇率选择需要考虑国情

中国是正在崛起的经济大国，而大国政策选择要优先考虑货币政策的独立性，要在资本项目可兑换和货币国际化方面采取更为进取的策略，这就意味着，选择清洁浮动乃至自由浮动应该是我国汇率选择的必然结果。但另一方面，我国本质上还是发展中国家、转轨经济体——金融市场深化程度不足、国际金融一体化程度不足，特别是金融市场化改革尚未到位，经济机制不完善。全面深化改革强调既要发挥市场的决定性作用，又要更好发挥政府的作用。对外贸易投资发展需要提供稳定的汇率锚作支撑，对汇率浮动进行一定管理，有助于减轻汇率超调对实体经济的冲击，降低经济改革和挑战不确定性的风险。

五、不要浪费汇率稳定创造的调整时间

当前无论采取稳定汇率、市场干预还是资本流动管理等操作，都是为未来人民币汇率走向清洁创造条件，都是为国内经济转型升级争取时间、创造条件。任何制度安排都是中性的，未来人民币汇率市场

化以后，并不意味着人民币汇率必然升值或者贬值。无论是政府还是市场，最终还是要逐渐适应汇率弹性的增加，要树立正确的金融风险意识；不能用市场判断替代市场操作，要用好汇率避险工具、控制好对外敞口风险；不要把对外投资等同于炒作外汇，而应该理性、有序地进行对外资产配置。

六、政策公信力是汇率调控成功的关键

有管理浮动汇率制度的内在不稳定性值得重视。这种中间汇率制度将固定汇率和浮动汇率的优点集于一身，获得两种汇率制度的优点，但同时也不可避免地将固定汇率制度和浮动汇率制度的不足集中在一起。参考篮子货币调节的制度就是这样一个矛盾结合体，特别是市场存在贬值预期的环境下表现得尤为明显。汇率贬值预期是一种自我复制、放大的正反馈机制。这个机制触及了汇率“中间解”的核心难题，即汇率政策的可信度（中间价定价公式解决了“中间解”的市场透明度问题）。在市场主导的情形下，公众面对投机攻击时，将基于政府放弃已有汇率制度的成本和政策的透明度来判断政府承诺的可信性来采取行动。如果可信度高，公众就不会恐慌；如果可信度低，他们必将跟进，抢先抛售本币资产。这时，市场汇率在市场机制下就会“超调”。当政府反向操作的弹药（外汇储备）告罄时，中间汇率制度即告崩溃。为提高人民币汇率市场化改革承诺的公信力，可择机对外宣布一个走向汇率清洁浮动的时间表和路线图，比如2020年以前，先实行不事先宣布浮动区间的有管理浮动，再到自由浮动。其间改革的方向是不断放松行政管制和外汇干预，但条件成熟时可以随时实现自由浮动。

七、成功的汇率转型需要谋定而后动

人民币汇率最终走向自由浮动或者清洁浮动是大势所趋，但从有管理浮动的此岸到自由浮动的彼岸，有很多条路径，并不存在唯一的最优解。如果采取恢复窄幅波动或者继续参考篮子货币调节的方案，则人民币汇率还需要择机经历从有管理浮动到清洁浮动的惊险一跃。当形势于我有利，国际资本回流，人民币汇率重现升值压力时，无论是从哪种方案跳跃到自由浮动，风险均相对可控；当形势于我不利，资本持续外流、人民币面临贬值压力时，则这两种方案都各有利弊，需要具体情况具体分析。当然，无论是采取哪种汇率选择方案，事前都难以准确预估其利弊影响。特别是经历了“8·11”汇改以后，因为内外部不确定性的大幅增加，更是大大增加了预测的难度。因此，无论选择哪种汇率安排，关键并不是评估它会带来的好处，而是要防止低估它可能引发的风险。要事前沙盘推演各种实施方案可能面临的问题，在情景分析和压力测试的基础上做好应对预案。特别是出现坏的情形时，如果政府事前有较为充分的心理和措施的准备，进退有据，则有助于避免临阵磨枪、应对失措、加大市场恐慌。

八、成功的汇率转型更在汇率本身之外

汇率浮动并不会自然带来货币政策的独立性。要充分利用汇率浮动带来的好处，需要加快货币政策转型，按照对内平衡优先的原则确立货币政策目标，在此基础上建立市场化的利率形成机制、调控机制和传导机制，并进一步严肃货币纪律。同时，现阶段，跨境资本流动管理是出清外汇市场的重要手段。即使未来汇率自由浮动以后，为解决资本自由流动状况下的“二元悖论”难题，资本流动管理也是不可或缺的。可借机建立起一套跨境资本流动管理的宏观审慎安排，更好地在进一步扩大开放过程中维护国家金融安全。当然，任何汇率制度改革或跨境资本流动管理措施，都不能替代经济结构调整和改革，只是为经济基本面的改善争取时间。此外，还要加快包括外汇市场在内的

金融市场建设，有深度、有广度的金融市场是抵御跨境资本流动冲击、维护汇率平稳运行的第一道防线。

九、夯实支持汇率平稳转型的长期保障

恰如其分的宏观政策以及结构性改革的推进是任何汇率制度能够良好运行的长期保障。要深化供给侧结构性改革，夯实经济均衡、协调、可持续发展的基础；加快经济发展方式转变，提升要素市场的配置效率，扩大内需的同时继续转变外贸发展方式、提高利用外资质量，大力发展服务业，把扩消费与“补短板”结合起来；推进现代企业制度改革。落实上述汇率改革的前提条件或者配套措施，一方面，可以提高汇率制度成功转型的概率，降低改革的风险；另一方面，“磨刀不误砍柴工”，很多工作即使没有汇率改革也是要做的。

十、长远看要实施强势人民币政策框架

推行强势人民币政策，不是要人为地持续推动人民币汇率升值或固定在较高的水平上，而是要让市场相信政府维护人民币的信心和能力。强势人民币政策需要克服既担心本币升值影响出口竞争力，又担心本币贬值增加对外债务负担的“浮动恐惧”。为此，有关当局应适时、平稳地退出现时的外汇市场干预（包括行政和市场手段的干预），让人民币汇率真正实现有管理的浮动乃至清洁浮动。在此基础上，强势人民币政策的具体内涵是：做对利率比稳定汇率更为重要，加快利率市场化改革，让汇率政策给货币政策松绑；汇率水平变化是结果而非目标，允许汇率根据经济基本面情况短期波动；汇率政策是对外筹码而非负担，支持纳入国际经济政策协调但非单方国际义务，支持加强全球金融安全网建设和区域货币合作。

参考文献

1.程伟力. 影响国际石油价格因素的定量分析［J］. 国际石油经济，2005，13（8）.

2.仇海华。论发展中国家汇率制度选择困境［J］.国际金融研究，1999（6）.

3.崔之元. 评国际货币基金组织关于资本账户自由化的改革［J］. 国际经济评论，1998（5）.

4.邓立立. 从美国的强势美元政策变迁看美元汇率走势［J］.北方经济，2008（11A）.

5.丁志杰。美元政策长镜头（上，中，下）［J］.当代金融家，2005（2-4）.

6.樊刚，曹勇。做市商制度与人民币汇率形成机制的完善［J］.武汉金融，2006（2）.

7.范幸丽，王晶. 广场协议、日本长期经济萧条与人民币升值［J］. 世界经济研究，2004（12）.

8. 方星海 .“第五届风险管理与农业发展论坛”上的致辞 [EB/OL]. 2016-11-5. http：//www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201611/t20161105_305498.html.

9.甘道尔夫。国际经济学［M］.北京：中国财政经济出版社，2005.

10.辜朝明。大衰退［M］.北京：东方出版社，2016.

11.管涛，韩会师. 应对本币升值压力的国际经验与教训［J］.南方金融，2006（2）.

12.管涛. 可能付出的代价——中央银行汇率调控中的信息不对称问题［J］. 国际贸易，1997（7）.

13.管涛。双向波动符合人民币汇率改革方向［N］.第一财经日报，2011-12-19.

14.管涛。理性看待人民币汇率波动［N］.金融时报，2016a，2016-12-1.

15.管涛。两次成功“稳汇率”的经验与启示［N］.证券时报，2016b，2016-2-24.

16.管涛。汇率的本质［M］.北京：中信出版集团，2016.

17.管涛。应对资本流动冲击的两个“不可能三角”：中国的政策选择［J］.中国货币市场，2016d，（6）.

18.国家外汇管理局。国家外汇管理局负责人就2016年12月份外汇储备规模变动情况答记者问[EB/OL].外汇局网站，2017-17.

19.国家外汇管理局国际收支分析小组.2005年国际收支报告[R].北京：中国金融出版社，2006.

20.国家外汇管理局国际收支分析小组.2008年国际收支报告[R].北京：中国金融出版社，2009.

21.国家外汇管理局国际收支分析小组.2009年国际收支报告[R].北京：中国金融出版社，2010.

22.国家外汇管理局上海市分局课题组. 人民币国际化与外汇管理体制改革［J］. 上海金融，2011（7）.

23.韩会师.FDI稳定性下降与宏观经济风险防范［J］. 国际金融研究，2012（3）.

24.韩会师。企业为何频频放弃结汇好时机［J］. 金融客，2015（11）.

25.韩会师。如何有效管理汇率预期［J］. 中国外汇，2016（3）.

26.胡鞍钢。充分利用大国优势，积极扩大国内需求［J］.中国国情研究报告，1998（24）.

27.胡焕庸。中国人口之分布——附统计表与密度图［J］. 地理学报，1935（02）.

28.胡敏，王静。基于GDP溢出理论的国际地缘政治经济分析［J］.技术经济，2015（1）.

29.胡再勇. 我国的汇率制度弹性、资本流动性与货币政策自主性研究［J］. 数量经济技术经济研究，2010（6）.

30.黄海洲. 汇率制度与经济增长：来自亚洲发展中国家和欧洲发达国家的经验研究［J］. 经济学季刊，2005，4（4）.

31.黄继炜. 印度资本账户开放研究——兼论印度的汇率制度［J］. 亚太经济，2009（5）.

32.姜华东. 俄罗斯汇率制度转轨的进程、原因与效果［J］.俄罗斯研究，2007（2）.

33.金海年，辛辰，汪波. 连通深港，走向世界——深港通开通对中国资本市场的意义解读［J］. 中国发展观察，2016（24）.

34.金中夏。人民币盯住美元的做法不适用当前[EB/OL].财新网，2016-12-20.

35.李超。国际货币基金组织资本流动管理框架的转变及其启示［J］.国际经济评论，2013（5）.

36.李祺。汇率形成机制与做市商制度：动因、成本分析［J］.海南金融，2007（9）.

37.李晓西。“绿色化”突出了绿色发展的三个新特征［N］.光明日报，2015-05-20（15）.

38.联合国贸易发展会议.2016年世界投资报告[R].中国财政经济出版社，2017.

39.刘道云。一带一路战略下我国外汇期货市场建设研究［J］.我国流通经济，2016（8）.

40.梁红。大国崛起与人民币汇率安排课题的中期评审发言，2017-4-8.

41.刘胜会。美国储贷协会危机对我国利率市场化的政策启示［J］.国际金融研究，2013（4）.

42.毛中根，洪涛. 从生产大国到消费大国：现状、机制与政策［J］. 南京大学学报（哲学·人文科学·社会科学），2011，48（3）.

43.潘功胜。中国外汇市场的政策框架及管理取向［J］.当代金融家，2017a（5）.

44.专访国家外汇局局长潘功胜：打开的窗户不会再关上［N］.第一财经日报，2017b，2017-2-13.

45.钱纳里，塞尔昆. 发展的格局：1950—1970［M］.北京：中国财政经济出版社，1989.

46.秦响应，刘玉娟。人民币汇率波动对我国与东盟六国贸易收支的影响研究［J］.经济研究参考，2014（67）.

47.仇海华。论发展中国家汇率制度选择困境［J］.国际金融研究，1999（6）.

48.瑟吉特·巴拉。货币贬值：通向繁荣之路？［M］.北京：中国发展出版社，2015.

49.世界银行。大宗商品概览［R］，2016.

50.宋运肇。强势美元和资产泡沫［J］. 国际金融研究，1999（11）.

51.孙国峰. 全局最优视角下的货币政策国际协调［R］. 央行工作论文，2016.

52.孙华妤. 传统盯住汇率制度下中国货币政策自主性和有效性：1998—2005［J］. 世界经济，2007，30（1）.

53.田拓。后危机时代对跨境资金流动管理的思考：IMF关于管理资本流入的政策框架［J］.国际金融研究，2011（8）.

54.王信，齐璠. 20世纪60—70年代围绕西德马克升值的争论及启示［J］. 比较论坛，2011，5（157）.

55.王应贵. 汇率制度与宏观经济政策环境——以加拿大为例［J］. 技术经济与管理研究，2011（8）.

56.王宇。波兰退出：渐进的经典——从“盯住汇率制度”退出的路径选择和经验教训（一）［A］;中国金融学会第八届优秀论文评选获奖论文集［C］; 2005.

57.王允贵. “广场协议”对日本经济的影响及启示［J］. 国际经济评论，2004（1）.

58.魏尚进。主题观点［EB/OL］，http：//economy.caixin.com/2014-08-06/100713757.html，2014-08-06.

59.西蒙·库兹涅茨. 各国的经济增长-第2版［M］.北京：商务印书馆，1999.

60.习近平。习近平访美西雅图欢迎宴会上演讲全文［EB/OL］.http：//bj.bendibao.com/news/2015923/202649.shtm，2015-9-22.

61.习近平。共担时代责任、共促全球发展——习近平总书记在世界经济论坛2017年年会开幕式上的主旨演讲［EB/OL］.http：//news.xinhuanet.com/2017-01/18/c_1120331545.htm，2017-117.

62.夏斌，廖强。货币供应量已不宜作为当前我国货币政策的中介目标［J］.经济研究，2001（8）.

63.肖立晟，张明。克服浮动恐惧，增强汇率弹性——“8·11”汇改一周年回顾与展望［J］.金融评论，2016（5）.

64.亚洲开发银行中国执董办课题组. 中国经济对亚洲发展中国家的溢出效应分析［J］.财政研究，2015（11）.

65.易纲，汤弦. 汇率制度的“角点解假设”的一个理论基础［J］. 金融研究，2001（8）.

66.易纲，大力推进人民币国际化和汇率市场化［J］.全球化，2015（2）.

67.余永定. 亚洲金融危机的经验教训与中国宏观经济管理［J］. 国际经济评论，2007（3）.

68.余永定。我选择保住外汇储备，而不是人民币汇率［EB/OL］. https：//wallstreetcn.com/articles/230996，2016-3-5.

69.余永定. 外汇市场人民币贬值压力从何而来？［EB/OL］.http：//finance.sina.com.cn/zl/china/2017-02-28/zl-ifyavvsk3868516.shtml，2017-02-28.

70.余永定，肖立晟。论人民币汇率形成机制改革的推进方向［J］.国际金融研究，2016（11）.

71.余永定，肖立晟. 完成“8·11”汇改：人民币汇率形成机制改革方向分析［J］. 国际经济评论，2017（1）.

72.余永定，张斌，张明。尽快引入人民币兑篮子汇率宽幅区间波动［J］.国际经济评论，2016（1）.

73.余永定，张明。资本管制和资本项目自由化的国际新动向［J］.国际经济评论，2012（5）.

74.俞乔. 亚洲金融危机与我国汇率政策［J］. 经济研究，1997（10）.

75.约瑟夫·加侬，马克·因特施维格。浮动汇率：货币价值波动与世界经济稳定［M］.北京：中国发展出版社，2015.

76.张斌，何帆。如何调整人民币汇率政策：目标、方案和时机［J］.国际经济评论，2005（3-4）.

77.张春生.IMF的资本流动管理框架［J］.国际金融研究，2016（4）.

78.张李节。大国优势与我国经济增长的潜力［J］.现代经济，2007（6）.

79.张明. 中国面临的短期资本外流：现状、原因、风险与对策［J］.金融评论，2015（3）.

80.张明。人民币汇率：非对称性贬值新模式？［EB/OL］.http：//blog.sina.com.cn/s/blog_5f90ec530102w4wt.html，2016a，2016-5-5.

81.张明。人民币汇率形成机制改革：历史成就、当前形势与未来方向［J］.国际经济评论，2016b（3）.

82.张明。人民币汇率：2016年回顾与2017年展望［N］.企业家日报，2016c，2016-12-30.

83.张培刚。新发展经济学［M］.郑州：河南人民出版社，1992.

84.张兆杰。强势美元政策的由来及未来［J］. 国际经济评论，2002（3-4）.

85.中国人民银行。关于完善人民币兑美元汇率中间价报价的声明［EB/OL］.http：//www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2927054/index.html，2015-8-11.

86.中国人民银行货币政策分析小组。“专栏二：人民币汇率形成机制的运行情况”，中国货币政策执行报告：2016年第二季度［R］.北京：中国金融出版社，2016a.

87.中国人民银行货币政策分析小组。中国货币政策执行报告（二○一五年第四季度）［R］.北京：中国金融出版社，2016b.

88.中国人民银行货币政策分析小组。中国货币政策执行报告（二○一六年第一季度）［R］.北京：中国金融出版社，2016c.

89.中国人民银行货币政策分析小组。中国货币政策执行报告（二○一七年第一季度）［R］.北京：中国金融出版社，2017.

90.中国商务部。关于中美经贸关系的研究报告［EB/OL］.http：//images.mofcom.gov.cn/www/201706/20170607082811425.pdf，2017-5-25.

91.钟正生，张璐。“上海协议”的秘密——结束货币战争，人民币“策略性贬值”［EB/OL］. http：//wallstreetcn.com/node/235195，2016-4-20.

92.周小川。大国汇率的平衡选择［N］.21世纪经济报道，2005-9-15.

93.周小川。周小川在2016中国发展高层论坛上的讲话及答问［EB/OL］.

http：//www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3035010/index.html，2016a，2016-3-20.

94. 周小川。周小川行长接受《财新周刊》专访［EB/OL］.http：//www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3016856/index.html，2016b，2016-2-13.

95.朱钧钧，刘文财。境外和境内人民币即期汇率：究竟谁发现了价格？［J］.上海金融，2012（8）.

96.祝建. 汇率与股票价格关系研究综述［J］. 中国证券期货，2010（8X）.

97.Bénassy-Quéré A， Coeuré B. Big and small currencies： the regional connection［M］. CEPII，2000.

98.Bergsten C F. Strong dollar，weak policy［J］. The International Economy，2001，15（4）：8.

99.Bernanke， B S， Fed Speak ［EB/OL］. In： Address to the American Economic Association Meetings， San Diego， http：//www.federalreserve.gov/Boarddocs/Speeches/2004/200401032/default.htm，2004 January 3.

100. Bernanke， B S. Monetary policy and the global economy［EB/OL］. At the Department of Economics and STICERD Public Discussion in Association with the Bank of England， London School of Economics， London， United Kingdom， http：//www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20130325a.htm，2013March 25.

101. Bordo M D，Humpage O F，Schwartz A J. Strained Relations：US Foreign-Exchange Operations and Monetary Policy in the Twentieth Century ［M］. University of Chicago Press，2015.

102. Borio C. Implementing the macro-prudential approach tofinancial regulation and supervision ［J］. The Financial Crisis and the Regulation of Finance，2011：101-117.

103. Buiter W，Rahbari E. The “strong dollar”policy of the US：Alice-in-Wonderland semantics vs. economic reality ［R］. Global Economic Views，2011.

104. Calvo，Guillermo，and Frederic Mishkin. The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries ［R］，NBER Working Paper No. 9808，2003.

105. Végh C A. Open economy macroeconomics in developing countries ［M］. MIT press，2013.

106. Calvo G A，Reinhart C M. Fear of Floating ［R］. National Bureau of Economic Research，2000.

107. CGFS. Macroprudential Instruments and Frameworks：A Stocktaking of Issues and Experiences ［R］，CGFS papers No. 38，2010.

108. DeLong，J B，Eichengreen B. Between meltdown and moral hazard：the international monetary and financial policies of the Clinton administration ［R］. National Bureau of Economic Research，2001.

109. Frankel JA，Orszag P R. American economic policy in the 1990s. MIT Press，2002.

110. Duttagupta，Rupa，Gilda Fernandez，and CemKaracadag.From Fixed to Float：Operational Aspects of Moving Towards Exchange Rate Flexibility ［R］. IMF Working Paper，2004.

111. Eichengreen，Barry. International Monetary Arrangement for the 21th Century ［R］. Brooking Institution，Washington DC，1994.

112. Eichengreen，Barry. Toward a New Financial Architecture：a Practical Post-Asia Agenda ［R］. Washington DC.：Institute for International Economics，1999.

113. Eichengreen，Barry，Miguel Savastano，and Sunil Sharma.Transition Strategies and Nominal Anchors on the Road to Greater Exchange Rate Flexibility ［J］. Essays in International Finance，1999，No. 213 （New Jersey：Princeton University）.

114. Eichengreen，Barry. Exorbitant Privilege：The rise and fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System ［M］.Oxford University Press，2011.

115. Ezra K. What Larry Summers taught Christina Romer about the dollar ［N］. The Washington Post，2011 May 23.

116. Feldstein M S. What's Next for the Dollar? ［R］. National Bureau of Economic Research，2011.

117. Fischer，Stanley. Maintaining Price Stability，Finance &Development，International Monetary Fund，Issue December 1996.

118. Fisher，Stanley. Exchange Rate Regimes：Is the Bipolar View Correct?，Distinguished Lecture on Economics in Government，delivered at the AEA meetings in New Orleans on 2001 Jan. 6.

119. Frankel， J. No Single Currency Regime is Right for All Countries of at All Time ［R］. NBER Working Paper No.7338，1999.

120. Fratzscher M. Communication and exchange rate policy ［J］.Journal of Macroeconomics，2008，30（4）.

121. Gonzalez-Garcia， Jesus and Francesco Grigoli. State-Owned Banks and Fiscal Discipline ［R］. IMF Working Paper，2013.

122. Ilzetzki E，Reinhart C M，Rogoff K S. Exchange Arrangements Entering the 21st Century：Which Anchor Will Hold? ［R］. National Bureau of Economic Research，2017.

123. Ilzetzki E， Reinhart C M， Rogoff K S. The Country Chronologies to Exchange Rate Arrangements into the 21st Century：Will the Anchor Currency Hold? ［R］. National Bureau of Economic Research，2017.

124. International Monetary Fund （IMF）. The People's Republic of China：Spillover Report for the 2011 Article IV Consultation ［EB/OL］. https：//www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11193.pdf，Jul.，2011a.

125. IMF. Macroprudential Policy：An Organizing Framework ［R］. IMF Policy Paper. Mar.，2011b.

126. IMF. Recent Experiences in Managing Capital Inflows — Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework ［R］. IMF Policy Paper. Feb.，2011c.

127. IMF. World Economic Outlook ［R］. Oct.，2014a.

128. IMF. 2014 Spillover Report ［R］. Jun.，2014b.

129. IMF. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions ［R］. 2014c.

130. IMF. Statement by Ms. Christine Lagarde on IMF Review of SDR Basket of Currencies ［EB/OL］. http：//www.imf.org/external/np/sec/pr/2015/pr15513.htm，Nov. 13，2015a.

131. IMF. 2015 Spillover Report ［R］. Jun. 2015b.

132. IMF. Press Release：IMF Staff Completes the 2015 Article IV Consultation Mission to China ［EB/OL］. http：//www.imf.org/en/news/articles/2015/09/14/01/49/pr15237，2015c.

133. IMF. Transcript of a Conference Call on the China Article IV ［EB/OL］. http：//www.imf.org/external/np/tr/2015/tr081415a.htm，Aug. 14，2015d.

134. IMF. Review of the Method of Valuation of the SDR - Initial Considerations ［EB/OL］. http：//www.imf.org/en/publications/policy-papers/issues/2016/12/31/review-of-the-method-of-valuationof-the-sdr-initial-considerations-pp4975，IMF Policy Papers，2015e.

135. IMF. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions ［R］. 2016.

136. Krugman，P. Balance Sheets，the Transfer Problem，andFinancial Crises ［J］. International Tax and Public Finance，1999（6）.

137. Lindsey L B. In the dollar we trust ［J］. The International Economy，2001，15（2）.

138. Masson，P. Exchange Rate Regime Transitions ［R］. the IMF Working Paper No. 134，2000.

139. Meese R A，Rogoff K. Empirical exchange rate models of the seventies：Do they fit out of sample? ［J］. Journal of international economics，1983，14（1-2）.

140. Obstfeld M. The Logic of Currency Crises-Cahiers EconomiquesetMonetaries No. 43［J］. Banque de France，1994.

141. Obstfeld M，Rogoff K. The mirage of fixed exchange rates ［R］. National bureau of economic research，1995.

142. Obstfeld，M. Models of Currency Crises with Self-fulfilling Features［J］. European Economic Review，1996.

143. Prasad E S. The Dollar Trap：How the US Dollar Tightened Its Grip on Global Finance ［M］. Princeton University Press，2014.

144. Rey H. Dilemma not trilemma：the global financial cycle and monetary policy independence ［R］. National Bureau of Economic Research，2015.

145. Sakata S，Takeda F. Effects of Oral Intervention on Fluctuations in Exchange Rates：Evidence from Japan 1995-2011 ［J］.Journal of Reviews on Global Economics，2013，2：60-78.

146. Triffen R. Golden and dollar crisis ［J］. 1960.

147. UNWTO. Chinese tourists spent 12% more in travelling abroad in 2016 ［EB/OL］. http：//media.unwto.org/pressrelease/2017-04-12/chinese-tourists-spent-12-more-travelling-abroad-2016，2017-04-12.

148. US Treasury. Report to Congress on International Economic and Exchange Rate Policies［EB/OL］. http：//www. treasury.gov/resource-center/international/exchange-rate-policies/ Documents/2015-10-19%20（FXR）_FINAL.PDF，2015，Oct.19.

149. Wang M B，Sun T. How effective are macroprudential policies in China?［R］. International Monetary Fund，2013.

150. WimRaymaekers. Business Insights［R］. 2016.

后记

深化汇率市场化改革是建设现代化经济体系的重要内容

2017年10月胜利闭幕的中共十九大做出中国特色社会主义进入新时代，我国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾的重要判断，并指出我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，建设现代化经济体系是跨越关口的迫切要求和我国发展的战略目标。其中，深化汇率市场化改革的重要性不言自明。

第一，汇率市场化是建设现代化经济体系的应有之意。现代化经济体系是市场机制有效、微观主体有活力、宏观调控有度的经济体制，其要义是让市场在资源配置中发挥决定性作用。汇率作为一种基础的要素价格信号，在外汇资源配置中作用至关重要。改革开放以来，人民币汇率形成市场化的历史，就是一部从官定汇率走向市场决定，从固定汇率走向有管理浮动、汇率弹性不断增加的历史。

第二，汇率市场化是创新完善金融调控机制的制度基础。改善宏观调控是完善社会主义市场经济体制，推进国家治理体系和治理能力现代化的重要组成部分。中国是一个大型开放经济体，宏观调控应以国内经济增长、物价稳定、增加就业优先，对外平衡（即外汇储备的增减）应该服从和服务于对内经济平衡目标。随着金融全球化、一体化程度不断加深，虽然任何汇率制度都难以确保一国货币政策完全的

独立性，但在给定条件下，增加汇率灵活性仍能够给本国货币政策提供更大的空间。

第三，汇率市场化是推动形成全面开放新格局的体制保障。以开放促改革促发展是我国社会主义经济社会事业取得伟大成功的一条重要经验。未来，我国开放的大门不会关闭，只会越开越大。我国将坚持“引进来”与“走出去”相结合的双向对外开放，并逐渐从贸易开放走向金融开放的深水区。从国内外经验看，金融开放与汇率僵化是最危险的政策组合，容易招致货币攻击，无论大国还是小国都概莫能外。因此，十九大报告明确要深化汇率市场化改革，第五次全国金融工作会议更是把深化人民币汇率形成机制改革列为我国扩大金融对外开放的头等大事，并指出要合理安排开放顺序。

第四，汇率市场化是解决我国外汇领域主要矛盾的重要出路。当前我国社会主要矛盾在外汇领域的表现是，境内机构和个人日益增长的统筹国内国际两个市场、两种资源，企业全球化经营布局、居民增加财产性收入的需求与对外金融开放不平衡不充分之间的矛盾。总体上，我国对外金融开放依然维持着“宽进严出”的旧格局。其要害之一是汇率灵活性不足制约了对外金融开放的步伐，导致跨境资本流动管理经常陷入时而“防流入”、时而“控流出”的政策反复，使人民币资本项目可兑换和国际化均呈现波浪式前进的态势。

“8.11”汇改优化人民币汇率中间价报价机制，使人民币汇率市场化改革又迈出了关键的一步。经历了一年多时间的资本集中流出、外汇储备下降、汇率单边下跌后，2017年以来，人民币汇率止跌企稳，基本收回2016年全年的跌幅，大大增强了汇率政策的公信力，扭转了市场恐慌情绪，遏制了资本外流势头。实践再次证明，当前形势下，人民币汇率实现双向波动是既有可能也有效果的。我国同时顺利达成了保汇率和保储备的目标，跨境资本流出冲击风险得到了有效抑制。随着国内外汇形势明显好转，跨境资本流动管理也趋于放松。不久

前，为体现外汇政策中性，有关部门将远期购汇的外汇风险准备金率降至零，并取消了境外机构境内人民币账户的存款准备金要求。

最近，市场又对当前是否应该抓住外汇供求关系改善的有利时机，继续推进人民币汇率形成机制改革展开了热烈讨论。理论上讲，形势好的时候改革风险相对较小，形势差的时候改革风险相对较大。但过去二十多年来的人民币汇率市场化改革，既有1994年经济过热、贬值压力下的成功逆袭，又有2005年和2014年资本回流、升值压力下的顺势而为，还有2012年欧美主权债务危机冲击下的借力打力。可见，世上并没有所谓改革的最好时机。关键是要认清，改革就是改变，改变就意味着不确定性，不确定性就是风险。改革需要用正确的方式做正确的事情，要做好情景分析、压力测试，拟定应急预案，从最坏处打算争取最好结果。尤其2017年人民币汇率止跌回升，外部来讲是美元走弱，内部来讲是经济企稳、监管给力，可谓天时地利人和。然而，评价一个机制运行是否成功和完善，不是看它顺风顺水，而是要经历极端市场情形的检验。对此，各方都必须未雨绸缪、防患未然。

当然，不论是否立即着手推进汇改，都不影响我们现在开始规划和设计下一步的改革。一方面，要正确认识人民币汇率机制改革的具体内涵。从外汇角度讲，人民币汇率形成机制改革除了大家一般关注的改进汇率调控，优化中间价报价机制，扩大汇率波幅，增加汇率弹性外，还应该包括发展外汇市场、放松外汇管制的内容。后二者是支撑汇率市场化重要的微观基础。目前的中间价报价机制，实际只是一个市场教育和培育的过程，因为汇改的最终目标并不是央行替市场选择具体的汇率水平。只有不断完善外汇市场体制机制，减少外汇管制，通过增加不同风险偏好的外汇交易主体、放松交易的实需限制、丰富外汇交易产品等，才能够真正释放市场活力，确立市场机构在外汇交易、价格发现中的主体地位。

另一方面，改革要注意协调配套和整体推进。比如，加快货币政策转型，更好充分享受汇率浮动带来的好处；加强宏观审慎管理包括对跨境资本流动的宏观审慎管理，维护货币政策独立性和降低国内金融系统性风险；从深化供给侧结构性改革、加快经济方式转变、加快经济转型和升级、强化财政预算硬约束、加强国际协调等方面入手，为汇率改革创造有利的外部环境，等等。落实上述汇改的前提条件或者配套措施，可以提高汇率制度成功转型的概率，降低改革的风险，同时很多工作即使没有汇率改革也是要做的，早做早受益。

谨以此为本书之后记。

管涛

2017年11月12日

附录一
均衡汇率的定义及测算

将人民币保持在合理、均衡的汇率水平上是人民币汇率水平调整和人民币汇率形成机制改革的重要目标。在过往的人民币汇率相关问题的研究当中，均衡汇率概念被频繁使用，且有众多关于人民币均衡汇率的实证研究。但是对于什么是均衡汇率，特别是对均衡汇率的经济含义、政策含义以及均衡汇率概念的使用上还存在认识上的不一致。下文中，我们系统回顾了理论界对这些问题的认识，并比较了几种国际主流的均衡汇率计算方法。

一、均衡汇率的经济与政策内涵

根据Nurkse（1945）最初的定义，均衡汇率是指与宏观经济运行中外部均衡目标与内部均衡目标相一致的真实汇率水平。这个定义至今仍然被研究者所广泛接受，定义的内涵被后续的均衡汇率研究大大丰富。在这个定义当中，外部均衡目标指经常项目余额达到“可持续”水平，即经常项目顺差（逆差）能够可持续地被金融项目下的资本流出（流入）所弥补，自主性国际收支保持在可持续的均衡水平。内部均衡目标指国内非贸易品市场均衡，在很多实证研究当中，它还被定义为较低的通货膨胀率和充分就业。

这个被广泛接受的均衡汇率的定义包含了非常丰富的内涵。第一，均衡汇率是与既定宏观经济政策目标相对应的汇率水平，它本身也是带有丰富政策含义的汇率概念。与名义汇率、真实汇率不同，均

衡汇率不能通过名义汇率与价格水平直接计算得到，而是在明确的政策目标与理论、实证模型基础之上估计得到的。第二，与均衡汇率相对应的，是可持续的内部均衡与外部均衡。因为是可持续的内、外部均衡，与这些均衡相对应的经济变量也都是一些中长期经济变量，均衡汇率所对应的也正是这些中长期的经济变量。因此，均衡汇率概念本身也具有明显的中长期性质。这一点对于理解均衡汇率至关重要，我们在以下内容中还有更深入的讨论。第三，当提到均衡汇率的时候，往往是指均衡水平的真实有效汇率，而不是名义有效汇率、双边汇率或者其他。出于分析问题的需要，可以特别提出名义均衡汇率（MacDonald，1999）或者是双边均衡汇率，但是在没有特别说明的情况下，均衡汇率一般是指均衡水平的真实有效汇率。

在均衡汇率的测算过程中，由于测算理念和方法的差异，均衡汇率有非常多的名称。比较有代表性的是基本面均衡汇率（Fundamental Equilibrium Exchange Rate，FEER）、意愿均衡汇率（Desired Real Exchange Rate，DEER）、自然真实汇率（Natural Real Exchange Rate，NATREX）、发展中国家的均衡真实汇率（Equilibrium Real Exchange Rate，简称均衡真实汇率）、行为均衡汇率（Behavioral Real Exchange Rate，BEER）等。关于这些概念更详细的讨论参见Williamson（1994）、Clack和MacDonald（1999）、Montiel和Hinkle（1999）等几本关于均衡汇率问题研究的论文集。下面内容中我们挑选其中几个重要的实证均衡汇率概念进行更细致的讨论。

二、均衡汇率的决定

均衡汇率是一个既定政策目标下的真实汇率。对真实汇率的决定因素的理解将有助于理解均衡汇率。通过名义汇率与国内外相对价格水平计算得到的（外部）真实汇率是经济运行中的内生变量，它的决

定因素大致可以分为四类。（1）历史因素，或者称前定变量，这里表示为X_1。比如，资本存量、工资水平、对外负债水平等存量因素都可能影响到一个经济体国际竞争力以及国际资本融通能力，并影响到外汇供求和真实汇率水平。（2）政策因素，这里表示为X_2。比如，贸易政策、资本管制政策，甚至是更广泛意义上的国内宏观、商业、产业政策都有可能影响到一个国家的外汇供求和真实汇率水平。（3）外生经济基本面因素，这里表示为X_3。比如，贸易品部门的生产率进步、外部经济环境都会影响到外汇供求和真实汇率水平。从定义上，这些因素属于“外生”因素，即它们具有比较独立的性质，不受其他经济变量变化的影响。（4）泡沫因素，这里表示为X_4，主要是指使价格变动具有自我实现性质的投机因素。真实汇率可以表示为：

$$RER(t)=F\left[X_1(t),X_2(t),X_3(t),X_4(t)\right]$$

以上真实汇率决定公式当中剔除泡沫因素X_4的影响，得到了短期均衡汇率水平。但这与以上提到的均衡汇率并不是同一个概念，因为均衡汇率指的是与可持续内外部均衡相一致的真实汇率水平。短期均衡汇率虽然剔除了泡沫因素，但并不一定满足这个要求。与一般意义上的均衡汇率相对应的是处于可持续水平的前定变量、政策变量与外生经济基本面变量，与这些变量对应的是满足经济可持续的内外部均衡。

确定可持续水平下的前定变量，首先需要对前定变量有进一步的理解。前定变量是指随时间变化而内生地向其均衡水平靠拢的变量。前定变量本身的变化，取决于前定变量自身价值、政策变量和外生经济基本面变量，如以下公式：

$$\dot{X}_1(t)=G\left[X_1(t),X_2(t),X_3(t)\right]$$

根据这个定义，可持续水平下的前定变量最终取决于可持续水平下的政策变量与外生经济基本面变量，即

$$0=G(X_1^*,X_2^*,X_3^*)$$

上标*号代表可持续水平值。进一步地，均衡汇率可以表示为：

$$LRER=F[X_1^*(X_2^*,X_3^*),X_2^*,X_3^*]=H(X_2^*,X_3^*)$$

其中，LRER代表普遍意义上的中长期均衡汇率。

与中长期均衡汇率相对应的，是处于可持续水平上的政策变量和外生经济基本面变量。确定可持续水平下的政策变量，意味着找到与内外均衡相一致的相关政策变量的最优值。显然，这在实证研究过程中非常困难。实际操作中，比较普遍的替代办法是在无法明确预见政策变量变化且无法判断当前政策变量不能持续的情况下，采取政策变量的当前价值。很多国外学者在谈到人民币均衡汇率问题时，经常提到的一个前提是假定中国的资本项目管制政策没有显著调整，然后得出人民币是否偏离均衡汇率的判断。这个关于资本项目管制政策没有显著调整的假定，就是在无法判断资本项目管制政策变化情况下将当前资本管制政策视为可持续水平的政策变量，并在此基础上得到相对应的均衡汇率。

确定可持续水平下的外生经济基本面变量相对来说比较直观。在明确了诸如外部经济环境、贸易条件、生产率变化等一些外生性质的经济基本面因素以后，确定其可持续水平主要依赖统计上的方法提取这些变量的长期值。如Beveridge-Nelson方法、移动平均法以及Hodrick-Prescott滤波法等。诸如此类的方法在宏观经济问题研究中被广泛应用，这里就不再赘述。

三、如何计算均衡汇率

总体来看，目前计算均衡汇率的方法大致可以分为四类：基于购买力平价的均衡汇率实证模型、局部均衡框架下的均衡汇率实证模型、一般均衡框架下的均衡汇率实证模型和简约一般均衡框架下的单方程协整模型。

基于购买力平价的均衡汇率实证模型是最早使用的均衡汇率实证模型，它的基本思路是：如果真实汇率为平稳时间序列，长期均衡汇率可以通过相对购买力平价的方法计算。相对购买力平价法计算均衡汇率首先需要确定基期水平，基期水平上的实际汇率被认为保持在均衡汇率水平上。然后，通过相对价格变化对基期实际汇率的调整，可以得出以后的实际汇率。将之后各期的实际汇率和基期实际汇率相比较，可以判断实际汇率是否还维持在均衡汇率水平上。

局部均衡框架下的均衡汇率实证模型主要是指那些基于进出口贸易方程和经常项目目标的均衡汇率估算方法。它是早期计算均衡汇率的主要方法之一，至今还被国际货币基金组织、国际经济研究所等诸多国际组织和研究机构广泛采用。国际经济研究所的Williamson（1994）利用六个多国模型[注]计算的基本面均衡汇率水平（FEER），[注]国际货币基金组织的Bayoumi等（1994）利用基金组织的Multimod模型计算的意愿均衡汇率（DEER）、Wren-Lewis和Rebecca（1998）都属于这类模型。这些实证均衡汇率模型主要针对发达国家，它们也是购买力平价之后在国际经济学界占据主导地位的实际均衡汇率实证模型。

一般均衡框架下的均衡汇率实证模型是指那些建立在一般均衡分析框架下的均衡汇率实证模型，它也被国际组织所采用。一般均衡框架下的均衡汇率实证模型的主要步骤是建立一般均衡的分析框架，定义均衡汇率水平的决定因素和决定机制，然后从一般均衡的框架中计

算相应的均衡汇率。目前比较流行的一般均衡框架下的均衡汇率实证模型当中主要有两大类，一种是DLR模型，一种是基于结构性的大型经济计量模型。DLR模型相对简单，由8个方程组成，关键在于计算两个弹性：需求替代弹性和供给转移弹性，更加具体的计算方法说明参见Devarajan（1999）。国内学者卜永祥（Bu and Tyers，2001）曾利用DLR模型做过人民币均衡汇率研究。另一种是基于大型经济计量模型构建的实际均衡汇率实证模型，以下关于基本面均衡汇率更详细的讨论中会进一步分析这种方法的优缺点。

简约一般均衡框架下的单方程模型是20世纪90年代以来均衡汇率实证模型的最新成果，它得益于经济计量学中协整技术的推广，自诞生以来得到了理论界和实证界的广泛支持与采用，并经过了不断的修改和完善。利用单方程模型测算均衡汇率的早期研究有Edwards（1994）、Elbadawi（1994）。简约一般均衡单方程协整模型延续了一般均衡的分析思路，将均衡汇率定义为国内产品市场和外部收支同时达到均衡的汇率水平，但是，它不再将一般均衡以一系列方程组的形式表达出来。简约一般均衡的单方程模型的基本出发点在于中长期内均衡汇率和经济中的一系列基本面因素保持稳定关系。发掘基本面因素和均衡汇率的数量关系，并对系数进行估计，再加上估算的经济基本面因素的均衡值，可以判断中长期的均衡汇率水平，或者是汇率失调的程度。

四、几种最有影响力的均衡汇率模型

（一）基于购买力平价的均衡汇率计算方法（PPP）

基于（相对）购买力平价计算均衡汇率是最简单、最常用的一种入门方法。假定真实汇率在时间序列意义上是平稳的，中长期均衡汇

率可以利用购买力平价理念估算，估算方法有两个：基期法和均值—趋势法。

利用基期法估算均衡汇率的理念很简单：假定均衡汇率保持固定，寻找最贴近均衡汇率水平的基期真实汇率及其相对应的名义汇率，继而就可以判断某个观察点上的真实（名义）汇率水平对基期（均衡）水平的偏离。这种方法的关键是寻找合理的基期（均衡）汇率。根据理论上均衡汇率的定义，与基期（均衡）汇率相对应的应该是处于可持续水平上的经济基本面变量、政策变量。实际操作当中，常常是寻找与经常账户余额、贸易条件、国内投资、经济增长速度、通货膨胀率等保持在合理水平上的真实汇率作为基期汇率。考虑到汇率的滞后作用，实践中还经常选用几个年份的平均真实汇率水平作为基期汇率。

利用均值—趋势法估计均衡汇率，是利用样本区间内的真实汇率均值，或者是计算样本区间内真实汇率的趋势值，以此作为均衡汇率。这种方法主要是考虑到均衡汇率可能会由于均衡汇率背后经济基本面因素的变化而变化，因此放弃均衡汇率不变的假定，转而采取样本区间均值或者趋势值的做法。这种方法通常需要真实汇率通过时间序列意义上的平稳性检验。

利用购买力平价方法估计均衡汇率虽然简单明了，但是缺陷也非常明显。首先，利用购买力平价方法估计均衡汇率的前提是均衡汇率背后的经济基本面等因素不发生持久性的变化，真实汇率始终保持平稳性。这一点对于很多经济体并不能成立，特别是对于经济快速增长的发展中国家，贸易品部门生产率往往快于其贸易伙伴，经济基本面因素发生持久变化并导致真实汇率的非平稳性。由于在本国贸易品部门劳动生产率持续较快增长的作用下，真实汇率与均衡汇率都发生持续的上升，但如果是基于购买力平价方法计算的均衡汇率，这些上升则可能被认为是真实汇率高估。其次，购买力平价方法下采用的真实

汇率最好是贸易衡量的外部真实汇率，不过由于数据原因难以获得，取而代之的往往是支出法下的外部真实汇率。最后，即使真实汇率是平稳的，它向均值水平的靠拢通常需要较长时间，这大大削弱了分析当中的政策指导含义。

（二）基本面均衡汇率（FEER）[注]

基本面均衡汇率概念最早由约翰·威廉姆森在1983年提出，后经过不断的发展与完善，成为工业国家均衡汇率实证研究中最具影响力的计算方法。在设计理念上，基本面均衡汇率反映了“中期内”与经济内外均衡保持一致的汇率水平。与基本面均衡汇率相对应的，不是国内资本存量保持或者对外资产净额保持在稳态水平的长期均衡，也不是剔除了泡沫因素之后的短期均衡，而是对内保持低通胀充分就业、对外经常项目余额保持在目标水平的真实汇率水平。在这个设计理念下，基本面均衡汇率指的是流量均衡，具有非常丰富的政策含义。

基本面均衡汇率大多采用局部均衡的计算方法。具体地看，FEER估计分为三个主要步骤：（1）确定经常项目余额目标水平；（2）确定经常项目余额潜在水平；（3）估计进出口贸易方程，明确真实汇率与贸易余额之间的实证关系。通过以上工作，可以得到多大程度的真实汇率调整可以满足从经常项目余额潜在水平向目标水平的调整。

确定经常项目余额目标水平，比较常用的方法是储蓄—投资余额法，即通过使经济保持在（中期）可持续水平上的储蓄目标减去投资目标，得到经常项目余额目标。经常项目余额决定的理论基础非常丰富，如经常项目决定的跨时期理论、债务周期理论等。实际操作当中，储蓄—投资余额目标的测算也没有非常一致的做法。比如，Williamson和Mahar（1998）利用相对人均GDP、真实GDP增长率变化、赡养率、政府储蓄以及经常项目余额变化等因素估计发展中国家私人部门储蓄；同时利用边际资本产出比（Incremental Capital Output

Ratio，简称ICOR）估计投资，并由此计算得到储蓄—投资余额目标。Bayoumi等（1994）干脆假定G-7国家应该把经常项目余额/GDP比率保持在1%。除了储蓄—投资余额法以外，还可以通过对资本流入的可持续性判断，间接得到经常项目余额目标。比如，通常认为外债/GDP比率超过40%或者外债/出口比率超过200%，或者是经常项目赤字/GDP比率持续地超过了5%，资本可持续流入就受到了威胁。经常项目余额目标应该把这些比率保持在可持续的范围以内。

确定经常项目余额潜在水平，是对经常项目余额的实际值进行调整，剔除其中包含的周期性、外生以及政策变化的影响。Isard和Faruqee（1998）利用进出口方程，剔除实际进、出口额中两方面的影响：首先是由于真实汇率变化对进出口带来的滞后效应，其次是由于样本国家充分就业与实际就业之间的差异给进口额带来的影响（通过进口收入弹性）。Wren-Lewis和Rebecca（1998）利用充分就业下的产出水平和贸易方程中进出口拟合值，对实际的进出口额进行调整，得到潜在经常项目余额。对于发展中国家来说，来自外生性以及政策方面的冲击可能更加普遍，实际经常项目余额与潜在经常项目余额之间的差异可能较大，对此，选择适当的经常项目余额参考期（该期限内面临较少的冲击，实际经常项目余额更靠近潜在经常项目余额）以及因地制宜地设计估计方法有助于提高潜在经常项目余额估计的准确性。

估计进出口贸易方程，主要是明确真实汇率与进口、出口之间的实证关系。针对发展中国家与发达国家，出口方程的设计往往不同。由于发达国家的出口主要取决于需求方，出口方程正如传统出口方程的设定一样，右边的解释变量是反映外部需求国外产出、反映本国国际竞争力的真实汇率以及其他特定的前定或外生变量，真实汇率通常选择贸易品衡量的外部真实汇率。对于发展中国家，出口更多取决于国内供给能力，传统出口方程解释能力不足。对此，一个比较有借鉴意义的做法是Ahlers和Hinkle（1999）中将真实汇率区分为出口品真实

汇率、进口品真实汇率，并以此为基础利用系统方程组估计了出口供给弹性。在进出口方程的估计方法上，较新的研究往往采用误差修正方法或者是协整方法，如果方程中变量保持一阶协整关系，那么这两种估计方法等价。

除了局部均衡方法，FEER估算还可以采取一般均衡框架。采取一般均衡框架需要借助一个完整的一般均衡经济计量模型（多国模型或者是保持外生外部环境假定的一国模型），这种方法的优点在于模型保持一致性，模型中充分考虑了基本面均衡汇率与其他经济变量之间的相互反馈。另外，因为可以得到任何一个时间点的均衡汇率，基本面均衡汇率也不必局限在中期。但是，利用这种方法的缺陷也十分明显：首先，这种方法下的基本面均衡汇率无法剔除模型中的短期动态因素，有悖于基本面均衡汇率设计理念；其次，基本面均衡汇率计算的准确性完全依赖于整个模型本身的设计的合理性；最后，一般均衡经济计量模型是由较多方程组成的一个系统，由于较多的方程数量，无论是引起基本面均衡汇率变动的原因还是基本面均衡汇率变动的影响都很难明确判别，并因此影响了模型的政策指导意义。在实践当中，更多的FEER估算采取了局部均衡方法。

（三）行为均衡汇率（BEER）

行为均衡汇率的计算理念是利用决定均衡汇率行为的因素直接估算均衡汇率。以上对均衡汇率决定的分析当中，我们知道（带有中长期性质）均衡汇率取决于经济基本面以及政策因素，这些因素同时也构成了真实汇率变化的一部分。计算行为均衡汇率，就是要计算出这些因素与真实汇率行为之间的中长期关系，并利用这些关系系数乘以相关因素的可持续值，得到均衡汇率。行为均衡汇率属于上述分类中提到的单方程估计方法，因为其数据要求较容易得到满足，而且相关的实证研究工作量相对较少，这种方法被发展中国家均衡汇率研究广泛使用。在过去人民币均衡汇率的研究当中，绝大多数都采取了这种

单方程的均衡汇率估算方法。利用这种方法估计均衡汇率，大致可以分为三个步骤：（1）根据经济理论以及具体国情，确定均衡汇率的决定因素；（2）估计真实汇率与决定因素之间的相关系数；（3）估计均衡汇率决定因素的可持续值，并利用（2）中估计得到的系数乘以相关决定因素，计算得到均衡汇率。

均衡汇率的决定因素，我们在以上内容中已经讨论。具体确定哪些因素被列入一个国家均衡汇率的决定因素，需要根据国情建立反映内部均衡、外部均衡的经济模型，并从中发掘与均衡汇率相对应的决定因素。实践操作当中，本国与国外贸易品部门的生产率差异、贸易条件、国外与国内需求水平、贸易政策（对外开放程度）等变量常常作为均衡汇率的决定因素。当然，具体到不同国家，这些决定因素可能难以全面反映均衡汇率的决定，因此需要根据经济理论和国情进一步做更加细致的选择。

估计真实汇率与决定因素之间的相关系数，首先需要判断数据的时间序列性质，以及真实汇率与决定因素之间的协整关系。经常被采用的计量方法是葛兰杰两步法，或者是尤汉森方法。这些技术在时间序列教科书中有比较详细的论述，这里不再赘述。

估计均衡汇率决定因素的可持续值有两种方法，一种是事前估计法，一种是事后估计法。事前估计法主要是根据相关的经济理论确定基本面因素的仿真值（Counter Factual Estimate），缺陷在于其带有较大主观性，但是在样本小而难以合理应用事后预测法的情况下也不失为一种替代方法或者用于交叉比较的办法。事后预测法主要是根据已经发生过的基本面因素时间序列的数据特征来确定长期可持续值，它包括Beveridge-Nelson方法、移动平均法以及Hodrick-Prescott滤波法等几种估计方法。Beveridge-Nelson方法利用ARIMA技术确定时间序列中的长期稳定趋势，缺点在于它对时间序列的长度和时间序列自回归协整移动平均模型的确认非常敏感。移动平均有平滑数据的特点，但

是它会带来数据遗失。Hodrick-Prescott滤波法使用简单，在类似研究中有比较广泛的应用。

有必要指出的是：一方面，如前所述，均衡汇率的测算并没有统一的标准和方法，所以现实中没有统一的标准答案；另一方面，市场汇率并不会自动稳定在均衡汇率水平上，而是围绕均衡汇率水平上下波动，尤其在浮动汇率情况下，市场汇率会相对于均衡汇率经常性地出现过度升值或者贬值的超调。

参考文献

1. Ahlers T O, Hinkle L E. Estimating the equilibrium RER empirically: operational approaches［J］. HINKLE LE et MONTIEL P., Exchange rate misalignment: Concepts and measurement for developing countries, Oxford University Press, New York, chapitre,1999, 7: 293-358.

2. Bu Y, Tyers R. China’s equilibrium real exchange rate: A counterfactual analysis［J］. Working Paper in Economics and Econometrics NO.390, Australian National University, 2001.

3. Clark P B, MacDonald R. Exchange rates and economic fundamentals: a methodological comparison of BEERs and FEERs［M］//Equilibrium exchange rates. Springer Netherlands, 1999: 285322.

4. De Gregorio J, Giovannini A, Wolf H C. International evidence on tradables and nontradables inflation［J］. European Economic Review, 1994, 38(6): 1225-1244.

5. Devarajan S. Estimates of Real Exchange Rate Misalignment with a Simple General-Equilibrium Model ［J］. Exchange Rate Misalignment: Concepts and Measurements for Developing Countries,1999: 359-80.

6. Edwards S. Real and monetary determinants of real exchange rate behavior: Theory and evidence from developing countries ［J］.Journal of Development Economics, 1988, 29(3): 311-341.

7. Elbadawi I. Estimating long-run equilibrium real exchange rates ［J］. Estimating equilibrium exchange rates, 1994, 3.

8. Williamson J. Estimating equilibrium exchange rates ［M］.Peterson Institute, 1994.

9. Isard P, Faruqee H. Exchange rate assessment: extension of the macroeconomic balance approach ［M］. International monetary fund,1998.

10. Haque N U, Montiel P J. Long-run real exchange rate changes in developing countries: Simulations from an econometric model ［J］. L. Hinkle ve PJ Montiel (der.), Exchange Rate Misalignment:Concepts and Measurement for Developing Countries. Oxford: Oxford University Press & World Bank, 1999: 381-404.

11. Montiel P J. The long-run equilibrium real exchange rate:Conceptual issues and empirical research ［J］. Exchange rate misalignment: Concepts and measurement for developing countries,1999: 219-263.

12. Montiel P J, Hinkle L E. Exchange rate misalignment:An overview ［J］. Exchange Rate Misalignment: Concepts and Measurement for

Developing Countries. The World Bank. Chapter,1999, 1: 1-40.

13. Nurkse R. Conditions of international monetary equilibrium ［M］. International Finance Section, Department of Economics and Social Institutions, Princeton University, 1945.

14. Ronald MacDonald, Nominal Equilibrium Exchange Rate:The Long and Short of it ［J］. Equilibrium Exchange Rates, Kluwer Academic Publishers, 1999.

15. Williamson J. Estimates of FEERS ［J］. Estimating equilibrium exchange rates, 1994, 177: 245.

16. Wren-Lewis S, Driver R. Real Exchange Rates for the Year 2000 ［R］. Peterson Institute for International Economics, 1998.

---

1. 这六个多国模型分别是EGA（克莱茵）、GEM（国家经济社会研究所）、Interlink（经合组织）、Intermod（国际货币基金组织）、Mimsoa（法国Mimsoa集团）、MSG（麦克基宾斯-萨克斯）。

2. FEER有局部均衡和一般均衡两种计算框架，其中，局部均衡计算框架占据主导地位。关于FEER局部均衡和一般均衡两种计算方法的比较参见Wren-Lewis和Rebecca（1998）。

3. 关于FEER更详细的分析，参见Ahlers和Hinkle（1999），Wren-Lewis和Rebecca（1998），以及Williamson（1994）。

附录二
1994年以来人民币汇率形成机制改革大事记

1994年

1月1日，人民币官方汇率和调剂市场汇率并轨，并轨初期人民币兑美元的汇率为8.70；取消外汇留成与上缴，全面实行银行结售汇制度，对中资企业经常项目外汇收入实行强制结汇，实现人民币经常项目有条件可兑换（即中资企业贸易及与运费、保费、佣金等贸易从属费用可以持有关凭证直接到银行购汇，办理对外支付）；建立全国统一规范的银行间外汇市场。

4月18日，中国外汇交易中心（银行间外汇市场）正式成立。

1996年

7月1日起，将外商投资企业纳入银行结售汇体系。

12月1日起，取消剩余的经常项目汇兑限制，接受《国际货币基金组织协定》第八条款义务，实现人民币经常项目完全可兑换。

12月2日，中国人民银行颁布《银行间外汇市场管理暂行规定》（银发〔1996〕423号），规定任何境内金融机构之间不得在中国交易

中心之外进行人民币与外汇之间的交易。

1998—2000年亚洲金融危机期间

中国政府承诺人民币不贬值，人民币兑美元汇率波动区间收窄，基本稳定在8.28左右。

2003年

11月18日，为给香港个人人民币业务提供清算渠道，中国人民银行公告（〔2003〕第16号）明确香港人民币清算行“作为中国外汇交易中心的会员”，中国银行（香港）有限公司成为银行间外汇市场首家境外参与者。

2005年

7月21日，中国人民银行发布《关于完善人民币汇率形成机制改革的公告》（中国人民银行公告〔2005〕第16号）。一是自2005年7月21日起，我国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。人民币汇率不再盯住单一美元。二是中国人民银行于每个工作日闭市后公布当日银行间外汇市场美元等交易货币兑人民币汇率的收盘价，作为下一个工作日该货币对人民币交易的中间价格。三是2005年7月21日19：00时，美元对人民币交易价格调整为1美元兑8.1100元人民币，作为次日银行间外汇市场上外汇指定银行之间交易的中间价。四是每日银行间外汇市场美元对人民币的交易价仍

在人民银行公布的美元交易中间价上下0.3%的幅度内浮动，非美元货币对人民币的交易价在人民银行公布的该货币交易中间价上下一定幅度内浮动。

8月2日，中国人民银行发布实施《关于扩大外汇指定银行对客户远期结售汇业务和开办人民币与外币掉期业务有关问题的通知》。

8月2日，国家外汇管理局发布实施《关于放宽境内机构保留经常项目外汇收入有关问题的通知》（汇发〔2005〕58号），根据境内机构经常项目外汇收支的实际情况，将境内机构经常项目外汇账户保留现汇的比例，由原来的30%和50%调高至50%和80%。

8月8日，中国人民银行发布实施《关于加快发展外汇市场有关问题的通知》（银发〔2005〕202号），扩大市场参与主体，增加市场交易模式，丰富市场交易品种，进一步推进银行间外汇市场发展，为完善人民币汇率形成机制提供基础支持。

8月15日，中国外汇交易中心正式推出银行间远期外汇交易品种。

9月22日，国家外汇管理局发布实施《关于调整银行结售汇头寸管理办法的通知》（汇发〔2005〕69号），将现行结售汇周转头寸涵盖范围扩展为外汇指定银行持有的因人民币与外币间交易而形成的外汇头寸，并实行结售汇综合头寸管理。

9月23日，中国人民银行发布实施《关于进一步改善银行间外汇市场交易汇价和外汇指定银行挂牌汇价管理的通知》（银发〔2005〕250号）。扩大了银行间即期外汇市场非美元货币对人民币交易价的浮动幅度，从原来的上下1.5%扩大到上下3%；调整了银行对客户美元挂牌汇价的管理方式，实行价差幅度管理，美元现汇卖出价与买入价之差不得超过交易中间价的1%；现钞卖出价与买入价之差不得超过交易中间价的4%，银行可在规定价差幅度内自行调整当日美元挂牌价格。另

外，还取消了银行对客户挂牌的非美元货币的价差幅度限制，银行可自行制订非美元对人民币价格，可与客户议定所有挂牌货币的现汇和现钞买卖价格。

2006年

中国人民银行发布实施《关于进一步完善银行间即期外汇市场的公告》，宣布自2006年1月4日起，在银行间即期外汇市场上引入询价交易（OTC）方式，并保留撮合方式。在银行间外汇市场引入做市商制度，为市场提供流动性。中国人民银行授权中国外汇交易中心于每个工作日上午9时15分对外公布当日人民币兑美元、欧元、日元和港币汇率中间价，作为当日银行间即期外汇市场（含OTC方式和撮合方式）以及银行柜台交易汇率的中间价。

4月14日，经国务院批准，中国人民银行发布第5号公告，调整经常项目外汇账户、服务贸易售付汇、境内居民个人购汇以及银行代客外汇境外理财、保险机构和证券经营机构对外金融投资等六项外汇管理政策。

4月24日，中国外汇交易中心推出银行间外汇掉期业务。

6月2日，中国人民银行颁布《中国人民银行外汇一级交易商准入指引》，为银行间外汇市场引入外汇一级交易商提出了具体的执行办法。

12月25日，中国人民银行发布“中国人民银行令〔2006〕第3号”，公布《个人外汇管理办法》，对个人结汇和境内个人购汇实行年度总额管理，进一步便利个人贸易外汇收支活动，明确和规范了资本项目个人外汇交易和相关外汇收支活动等。

2007年

4月9日，中国外汇交易中心推出新一代外汇交易系统，人民币外汇即期、远期、掉期交易和外币对交易统一通过该平台交易。

4月17日，发布《国家外汇管理局关于调整银行即期结售汇业务市场准入和退出管理方式的通知》（汇发〔2007〕20号），规范银行业金融机构开办即期结售汇业务的市场准入和退出程序。

5月18日，中国人民银行发布《中国人民银行关于扩大银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度的公告》（中国人民银行公告〔2007〕9号），宣布自5月21日起将银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价日浮动幅度由0.3%扩大至0.5%。

8月12日，发布《国家外汇管理局关于境内机构自行保留经常项目外汇收入的通知》（汇发〔2007〕49号），取消对境内机构外汇账户的限额管理，境内机构可根据经营需要自行保留其经常项目外汇收入。

8月17日，发布《中国人民银行关于在银行间外汇市场开办人民币外汇货币掉期业务有关问题的通知》（银发〔2007〕287号），在银行间外汇市场开办人民币兑美元、欧元、日元、港币、英镑五个货币对的货币掉期交易，为企业和居民提供更全面灵活的汇率、利率风险管理工具。

2008年年底—2010年6月全球金融海啸期间

中国政府强调信心比黄金重要，人民币兑美元汇率波动实际区间再次收窄。

2009年

7月1日，中国人民银行、财政部、商务部、海关总署、国家税务总局和中国银行业监督管理委员会联合发布公告〔2009〕第10号，公布实施《跨境贸易人民币结算试点管理办法》，规范试点企业和商业银行的行为，防范相关业务风险，以促进贸易便利化，保障跨境贸易人民币结算试点工作的顺利进行。

2010年

3月8日，中国人民银行发布《人民币跨境收付信息管理系统管理暂行办法》（银发〔2010〕79号），加强人民币跨境收付信息管理系统的管理，保障人民币跨境收付信息管理系统安全、稳定、有效地运行，规范银行业金融机构的操作和使用。

6月19日，根据国内外经济金融形势和我国国际收支状况，中国人民银行决定进一步推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性。改革重在坚持以市场供求为基础，参考一篮子货币进行调节。中国人民银行将继续按照已公布的外汇市场汇率浮动区间，对人民币汇率浮动进行动态管理和调节。人民币汇率政策正式退出危机时期的非常规应对。

6月22日，中国人民银行、财政部、商务部、海关总署、国家税务总局、中国银行业监督管理委员会联合下发了《关于扩大跨境贸易人民币结算试点范围有关问题的通知》（银发〔2010〕186号），扩大跨境贸易人民币结算试点范围，增加国内试点地区，不再限制境外地域，试点业务范围扩展到货物贸易之外的其他经常项目结算，以进一

步满足企业对跨境贸易人民币结算的实际需求，发挥跨境贸易人民币结算的积极作用。

11月9日，为防范跨境资本流动带来的金融风险，国家外汇管理局发布《关于加强外汇业务管理有关问题的通知》（汇发〔2010〕59号），在银行结售汇综合头寸限额管理基础上，对银行按照收付实现制原则计算的头寸余额实行下限管理。

11月22日，为促进中国与俄罗斯之间的双边贸易，便利跨境贸易人民币结算业务的开展，满足经济主体降低汇兑成本的需要，经中国人民银行授权，中国外汇交易中心在银行间外汇市场开办了人民币对俄罗斯卢布交易。12月15日，俄罗斯莫斯科货币交易所正式挂牌人民币对俄罗斯卢布交易。

2011年

1月6日，国家发展和改革委员会、商务部、中国人民银行会同国家外汇管理局制定发布了《境外直接投资人民币结算试点管理办法》（中国人民银行公告〔2011〕第1号），跨境贸易人民币结算试点地区的银行和企业可开展境外直接投资人民币结算试点。

2月14日，为进一步丰富外汇市场交易品种，为企业和银行提供更多的汇率避险保值工具，国家外汇管理局发布《关于人民币对外汇期权交易有关问题的通知》（汇发〔2011〕8号），批准中国外汇交易中心在银行间外汇市场组织开展人民币对外汇期权交易。

3月18日，为合理引导跨境资金流动，防范违法违规资金流入，维护国家涉外经济金融安全，国家外汇管理局发布《关于进一步加强外汇业务管理有关问题的通知》（汇发〔2011〕11号）。

8月22日，中国人民银行会同五部委发布《关于扩大跨境贸易人民币结算地区的通知》（银发〔2011〕203号），将跨境贸易人民币结算境内地域范围扩大至全国。

10月14日，中国人民银行发布《外商直接投资人民币结算业务管理办法》（中国人民银行公告〔2011〕第23号），明确银行可按照相关规定为境外投资者办理外商直接投资人民币结算业务。

12月16日，中国证券监督管理委员会、中国人民银行、国家外汇管理局联合发布《基金管理公司、证券公司人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法》（中国证券监督管理委员会中国人民银行国家外汇管理局第76号令），允许境内基金管理公司、证券公司的香港子公司作为试点机构，运用其在香港募集的人民币资金在经批准的人民币投资额度内开展境内证券投资业务。

12月19日，在云南省推出人民币对泰铢银行间市场区域交易。

12月31日，中国人民银行发布《关于实施〈基金管理公司、证券公司人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法〉有关事项的通知》（银发〔2011〕321号），进一步规范试点机构的账户管理、资金汇出入、资产配置、银行间债券市场投资和信息报送等行为。

2012年

4月14日，为顺应外汇市场发展的要求，增强人民币汇率双向浮动弹性，中国人民银行发布《中国人民银行公告》〔2012〕第4号，决定自2012年4月16日起将银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由0.5%扩大至1%。

4月16日，国家外汇管理局发布《关于完善银行结售汇综合头寸管理有关问题的通知》（汇发〔2012〕26号），自2012年4月16日起对银行结售汇综合头寸实行正负区间管理，并取消对银行收付实现制头寸余额的下限管理。

5月29日，经中国人民银行授权，中国外汇交易中心宣布自2012年6月1日起完善银行间外汇市场人民币对日元交易方式，发展人民币对日元直接交易。

2013年

3月13日，中国人民银行印发《关于合格境外机构投资者投资银行间债券市场有关事项的通知》（银发〔2013〕69号），允许符合条件的合格境外机构投资者（QFII）向中国人民银行申请投资银行间债券市场。

4月9日，经中国人民银行授权，中国外汇交易中心宣布完善银行间外汇市场人民币对澳大利亚元交易方式，开展人民币对澳大利亚元直接交易。

4月25日，中国人民银行发布《关于实施〈人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法〉有关事项的通知》（银发〔2013〕105号）。

5月5日，为支持守法合规企业开展正常经营活动，防范外汇收支风险，国家外汇管理局发布《关于加强外汇资金流入管理有关问题的通知》（汇发〔2013〕20号），加强银行结售汇综合头寸管理、进出口企业货物贸易外汇收支分类管理以及外汇检查等，将结售汇综合头寸限额与外汇贷存比挂钩。

9月23日，中国人民银行发布《关于境外投资者投资境内金融机构人民币结算有关事项的通知》（银发〔2013〕225号），对境外投资者在境内新设、并购和参股金融机构等业务使用人民币结算进行了规范。

2014年

2月20日，中国人民银行授权上海总部发布《关于支持中国（上海）自由贸易实验区扩大人民币跨境使用的通知》（银总部发〔2014〕22号），支持在自贸区内开展各项跨境人民币业务创新试点，鼓励和扩大人民币跨境使用。

3月14日，中国人民银行、财政部、商务部、海关总署、国家税务总局、银监会联合发布《关于简化出口货物贸易人民币结算企业管理有关事项的通知》（银发〔2014〕80号）。

3月15日，中国人民银行宣布自2014年3月17日起，银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由1%扩大至2%，外汇指定银行为客户提供当日美元最高现汇卖出价与最低现汇买入价之差不得超过当日汇率中间价的幅度由2%扩大至3%。

3月18日，经中国人民银行授权，中国外汇交易中心宣布在银行间外汇市场开展人民币对新西兰元直接交易。

6月18日，为促进中国与英国之间的双边贸易和投资，便利人民币和英镑在贸易投资结算中的使用，满足经济主体降低汇兑成本的需要，经人民银行授权，中国外汇交易中心宣布在银行间外汇市场完善人民币对英镑的交易方式，发展人民币对英镑直接交易。

7月1日，为进一步完善人民币汇率市场化形成机制，中国人民银行发布《关于银行间外汇市场交易汇价和银行挂牌汇价管理有关事项的通知》（银发〔2014〕188号），取消银行对客户各币种挂牌买卖价差管理。

9月28日，为促进贸易投资便利化，中国人民银行办公厅发布《关于境外机构在境内发行人民币债务融资工具跨境人民币结算有关事宜的通知》（银办发〔2014〕221号）。

9月29日，为促进中国与欧元区成员国之间的双边贸易和投资，便利人民币和欧元在贸易投资结算中的使用，满足经济主体降低汇兑成本的需要，经人民银行授权，中国外汇交易中心宣布在银行间外汇市场完善人民币对欧元的交易方式，开展人民币对欧元直接交易。

10月27日，为促进中国与新加坡之间的双边贸易和投资，便利人民币和新加坡元在贸易投资结算中的使用，满足经济主体降低汇兑成本的需要，经中国人民银行授权，中国外汇交易中心宣布自10月28日起在银行间外汇市场开展人民币对新加坡元直接交易。

11月6日，为拓宽境内外人民币资金双向流动渠道，便利人民币合格境内机构投资者境外证券投资活动，中国人民银行印发《关于人民币合格境内机构投资者境外证券投资有关事项的通知》（银发〔2014〕331号）。

11月10日，为顺利实施沪港股票市场交易互联互通机制试点，规范相关资金流动，中国人民银行、证监会联合印发《关于沪港股票市场交易互联互通机制试点有关问题的通知》（银发〔2014〕336号）。

12月15日，在银行间外汇市场推出人民币对哈萨克斯坦坚戈区域交易，促进双边贸易和投资便利化。

2014年，人民币合格境外机构投资者（RQFII）试点已扩大至10个国家（地区），包括中国香港、中国台湾、英国、新加坡、法国、韩国、德国、卡塔尔、加拿大和澳大利亚，总投资额度为8700亿元人民币。

2015年

6月3日，中国人民银行发布《关于境外人民币业务清算行、境外参加银行开展银行间债券市场债券回购交易的通知》（银发〔2015〕170号），允许境外人民币业务清算行、境外参加银行在银行间债券市场开展债券回购交易，为其提供了新的人民币资产流动性管理工具。

7月14日，中国人民银行印发《关于境外央行、国际金融组织、主权财富基金运用人民币投资银行间市场有关事宜的通知》（银发〔2015〕220号），对境外央行类机构简化了入市流程，取消了额度限制，允许其自主选择中国人民银行或银行间市场结算代理人为其代理交易结算，并拓宽其可投资品种。

8月11日，中国人民银行发布关于完善人民币兑美元汇率中间价报价的声明。自2015年8月11日起，做市商在每日银行间外汇市场开盘前向中国外汇交易中心提供的报价应主要参考上一日银行间外汇市场的收盘汇率，并结合上一日国际主要货币汇率变化以及外汇供求情况进行微调。

8月31日，中国人民银行发布《关于加强远期售汇宏观审慎管理的通知》（银发〔2015〕273号），将远期售汇纳入宏观审慎管理框架，对开展代客远期售汇业务的金融机构收取外汇风险准备金。

9月30日，发布中国人民银行公告〔2015〕第31号，开放境外央行（货币当局）和其他官方储备管理机构、国际金融组织、主权财富基金依法合规参与中国银行间外汇市场。

10月8日，人民币跨境支付系统（CIPS）（一期）成功上线运行。

11月9日，为促进中国与瑞士之间的双边贸易和投资，便利人民币和瑞士法郎在贸易投资结算中的使用，满足经济主体降低汇兑成本的需要，经中国人民银行授权，中国外汇交易中心宣布在银行间外汇市场开展人民币对瑞士法郎直接交易。

11月25日，首批境外央行类机构在中国外汇交易中心完成备案，正式进入中国银行间外汇市场。

11月30日，国际货币基金组织执董会决定将人民币纳入特别提款权（SDR）货币篮子，SDR货币篮子相应扩大至美元、欧元、人民币、日元、英镑五种货币，人民币在SDR货币篮子中的权重为10.92%，新的SDR篮子将于2016年10月1日生效。

12月11日，中国外汇交易中心在中国货币网正式发布CFETS人民币汇率指数。

2016年

1月4日，银行间外汇市场交易系统每日运行时间延长至北京时间23: 30。同时，符合一定条件的人民币购售业务境外参加行经向中国外汇交易中心申请成为银行间外汇市场会员后，可以进入银行间外汇市场，通过中国外汇交易中心交易系统参与全部挂牌的交易品种。此举

进一步丰富了银行间外汇市场参与主体、拓宽了境内外市场主体的交易渠道，有助于促进形成境内外一致的人民币汇率。

1月22日，中国人民银行发布《关于扩大全口径跨境融资宏观审慎管理试点的通知》（银发〔2016〕18号），决定自2016年1月25日起，面向27家金融机构和注册在上海、广东、天津、福建四个自贸区的企业扩大本外币一体化的全口径跨境融资宏观审慎管理试点。

1月25日，中国人民银行对境外人民币业务参加行存放境内代理行人民币存款执行正常存款准备金率，即境内代理行现行法定存款准备金率，以防范宏观金融风险，促进金融机构稳健经营。

2月24日，发布中国人民银行公告〔2016〕第3号，引入更多符合条件的境外机构投资者投资银行间债券市场，取消投资额度限制，简化管理流程。

4月29日，中国人民银行印发通知，自5月3日起在全国范围内实施本外币一体化的全口径跨境融资宏观审慎管理框架（银发〔2016〕132号）。

6月17日，经中国人民银行授权，中国外汇交易中心宣布自6月20日起在银行间外汇市场正式开展人民币对南非兰特直接交易。

6月24日，全国外汇市场自律机制成立大会暨第一次工作会议召开，全国外汇市场自律机制正式成立，会议审议通过了《外汇市场自律机制工作指引》。外汇市场自律机制的建立，有助于维护外汇市场的有序运作和健康发展，促进外汇市场由“他律”转向“他律”和“自律”并重。

6月24日，经中国人民银行授权，中国外汇交易中心宣布自6月27日起在银行间外汇市场正式开展人民币对韩元直接交易。

7月11日，中国银行（香港）有限公司以直接参与者身份接入人民币跨境支付系统（CIPS），这是CIPS的首家境外直接参与者；同日，中信银行、上海银行、广东发展银行、江苏银行、三菱东京日联银行（中国）有限公司、瑞穗银行（中国）有限公司、恒生银行（中国）有限公司等以直接参与者身份接入CIPS，CIPS直接参与者数量增加至27家。

8月30日，为规范人民币合格境外机构投资者境内证券投资管理，中国人民银行、国家外汇管理局发布《关于人民币合格境外机构投资者境内证券投资管理有关问题的通知》（银发〔2016〕227号）。

8月31日，世界银行（国际复兴开发银行）首期特别提款权（SDR）计价债券在中国银行间债券市场成功发行。

9月23日，经中国人民银行授权，中国外汇交易中心宣布在银行间外汇市场开展人民币对阿联酋迪拉姆、人民币对沙特里亚尔直接交易。

10月1日，人民币加入SDR货币篮子正式生效。

11月4日，中国人民银行、中国证券监督管理委员会联合印发《关于内地与香港股票市场交易互联互通机制有关问题的通知》（银发〔2016〕282号）。12月5日正式启动深港通。

11月14日，中国人民银行在银行间外汇市场推出人民币对加拿大元直接交易。

11月29日，中国人民银行印发《关于进一步明确境内企业境外放款业务有关事项的通知》（银发〔2016〕306号），进一步规范境内企业人民币境外放款业务，引导境外放款跨境人民币结算有序开展。

12月12日，中国人民银行在银行间外汇市场推出人民币对匈牙利福林、波兰兹罗提、丹麦克朗、瑞典克朗、挪威克朗、土耳其里拉和墨西哥比索直接交易。

12月26日，印发《中国人民银行办公厅关于境外机构境内发行人民币债券跨境人民币结算业务有关事宜的通知》（银办发〔2016〕258号）。

12月29日，为进一步完善CFETS人民币汇率指数生成发布机制，增强汇率指数货币篮子代表性，中国外汇交易中心发布CFETS人民币汇率指数货币篮子调整规则，并于2017年1月1日完成首期货币篮子调整。

2017年

1月13日，中国人民银行印发《关于全口径跨境融资宏观审慎管理有关事宜的通知》（银发〔2017〕9号），进一步完善了本外币一体化的全口径跨境融资宏观审慎管理框架。

2月20日起，将日间交易时段（9：30到16：30）一篮子货币波动从中间价定价机制中剔除，以更好反映市场变化，防止日内投机“中间价模型和收盘价价差”行为。

5月26日，外汇市场自律机制秘书处发布答记者问称，确实考虑在人民币兑美元汇率中间价报价模型中引入逆周期因子，主要目的是适度对冲市场情绪的顺周期波动，缓解外汇市场可能存在的“羊群效应”。

7月14日，全国金融工作会议提出，要扩大金融对外开放。深化人民币汇率形成机制改革，稳步推进人民币国际化，稳步实现资本项目可兑换。积极稳妥推动金融业对外开放，合理安排开放顺序。

10月18日，十九大指出，要贯彻新发展理念，建设现代化经济体系。在加快完善社会主义市场经济体制中，深化金融体制改革，增强金融服务实体经济能力，提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展。健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，深化利率和汇率市场化改革。健全金融监管体系，守住不发生系统性金融风险的底线。